

## 원자재/정유/화학

## Overweight

## 성장에서 순환으로

Analyst 한승재  
02 369 3921  
sjhan@db-fi.com

Analyst 유경하  
02 369 3353  
last88@db-fi.com

RA 정재현  
02 369 3429  
kevinj@db-fi.com



## Summary



**수요가 둔화될수록 공급요인에 더욱 집중:** 19년 정유/화학 업체의 투자전략은 전반적인 수요 부진 속에 상대적으로 수요가 성장하는 사업부문을 보유하거나, 공급 부담이 적은 업체 위주로 선별하는 것을 추천한다. 단기적으로 정유는 등경유 마진이 타이트한 상황을 반영하여 빠르게 반등할 가능성이 높다고 판단하며, 화학은 PVC/LDPE의 매출 비중이 가장 높은 한화케미칼, 전지의 본격적인 수요 성장이 예상되는 LG화학을 top-picks로 제시한다. 상품가격 및 정유/화학 상황은 글로벌 경기에 민감할 수 밖에 없다. 중국을 중심으로 수요 성장률은 둔화되어 가고 있으며 중국을 대체 할 인도는 만족스럽지 못하고 다크호스는 보이지 않는다. 선진국 중심의 호황 마저 마무리되고 있는 국면에서 글로벌 경기 둔화 우려는 예견되었던, 그리고 뚜렷한 타개책이 보이지 않는 이슈다. 유가를 필두로 '둔화되고 있는 수요' 속에 공급발 이슈에 따른 가격 변동성이 커지고 있고, 각 국의 이해관계에 따른 이벤트에 따라 시시각각 글로벌 공급 요인의 변동성이 커질 수 밖에 없는 상황이기에 향후 상품가격 및 시장 전망은 방향성에 대한 확신보다 '이벤트'에 따른 대응이 더 바람직해 보인다.

**유가, 19년 상고하저 예상:** 유가에 대한 당사의 19년 전망은 1월 이후 OPEC 감산에 따른 공급 조절로 글로벌 원유 수급은 재차 타이트해질 가능성이 높기에 수요 우려 속에 유가는 점진적인 혹은 미약한 반등을 시작할 것으로 예상 → 2)연초 이후 중국의 경기 부양책 및 미중 무역분쟁 긴장감 완화 기대감에 따라 수요 우려는 잠시나마 일단락 될 것 → 3)18/11/5일 발효된 이란 제재의 예외 대상국은 '180일'의 한시적 예외였음을 고려할 때 재검토 시한인 19.5월 이전, 즉 3~4월부터 관련 뉴스로 유가 반등 속도 가팔라질 것 → 4)유가가 일정 수준 반등한 이후 미국의 19년 하반기 파이프 라인 증설 및 미국 원유 생산량의 탄력적인 증가로 하반기 이후 유가의 반락 순이다. 결국 원유 시장의 M/S는 일정 수준의 유가를 방어하며 미국 점유율 상승이라는 결론을 낼 것으로 전망한다.

**석탄과 산업금속, 누가 중국의 빈 자리를 메울 것인가?:** 투자자들은 오랫동안 중국 원자재 수요 성장을 상수로 간주해 왔지만, 이제는 생각을 달리 할 필요가 있다. 일반적으로 원자재 수요는 고속성장 국가가 기반시설과 산업 설비에 투자할 때 가장 큰 폭으로 성장한다. 그러나 이제 중국은 고성장에서 중성장으로 이행 중이며, 2000년대 초중반과 같은 대규모 설비투자를 기대하기 어려운 국가로 변모하고 있다. 투자자들은 중국을 대신할 다른 고속성장 국가를 찾아야 한다. 광산투자 위축으로 산업금속 공급이 빠르게 증가하기 어려운 환경이지만, 수요 측면에서 새로운 스타가 출현하기 전까지는 방망이를 짧게 잡고 대응할 필요가 있다. 반면 연료탄은 베트남, 인도네시아를 비롯한 고속성장 국가들이 수요를 견인하고 있어 중장기 수급이 더 희망적이다.

**정유, 등경유 마진의 빠른 반등/화학, PVC&LDPE 주목:** 최근 정제마진의 급락 중 등경유 마진 둔화는 12월 중국의 일시적인 석유제품 수출 급등 때문으로 판단한다. 글로벌 타이트한 상황을 바탕으로 등경유 마진은 빠르게 반등할 가능성이 높다고 예상하며, 20년초 IMO 시행까지 등경유 중심의 정제마진 개선을 전망한다. 화학은 19년에도 순증설 부담이 녹록지 않은 가운데, 제품별 시장의 차이가 나타날 것으로 판단한다. 주목해야 할 것은 상대적인 공급 부담완화가 예상되는 LDPE/LLDPE, 석탄 base PVC 대비 경쟁력이 높아지고 있는 에틸렌 base PVC다.

Contents

<b>I. 수요 둔화, 보다 공급 요인에 집중.....</b>	<b>4</b>
글로벌 경기, 수요 둔화 우려 심화. 그럴수록 공급 이슈에 집중.....	4
상대적으로 수요가 성장하거나, 공급이 부담스럽지 않은 종목을 선택.....	6
<b>II. 유가: 반등에 대비, 19년 상고하저 예상.....</b>	<b>8</b>
유가 불확실성 확대, 하지만 연초 이후 반등에 무게.....	8
하반기 미국 원유 생산량 증가 규모에 따라 유가의 하방 압력 결정.....	13
<b>III. 석탄: 죽지 않는다. 천천히 사라져갈 뿐.....</b>	<b>16</b>
연료탄 가격이 견고한 이유.....	16
<b>IV. 산업금속: 새로운 수요를 기다린다.....</b>	<b>20</b>
공급 주도의 순환적 반등, 그러나 새로운 수요의 부족.....	20
장기 수요에 대한 고민: 누가 중국의 뒤를 이을까?.....	23
신규 공급의 문제: 계획과 실행의 괴리.....	28
2019년에 주목할 산업금속 이슈 정리.....	33
<b>V. 정유: 아직은 아니다.....</b>	<b>34</b>
편더멘탈 대비 과도하게 하락한 정제마진, 등경유 중심의 반등 예상.....	34
<b>VI. 화학: 공급마저 고민, 그래도 반등하는 건 있다.....</b>	<b>44</b>
19년 순증설 부담, 녹록지 않다.....	44
재고가 낮고, 공급이 부담스럽지 않은 PVC/LDPE 주목.....	52
<b>VII. Coverage Recommendation.....</b>	<b>54</b>
LG 화학(051910).....	54
롯데케미칼(011170).....	57
한화케미칼(009830).....	60
금호석유(011780).....	64
OCI(010060).....	67
SKC(011790).....	70
SK 이노베이션(096770).....	73
S-Oil(010950).....	76
GS(078930).....	79

## I. 수요 둔화, 보다 공급 요인에 집중

### 글로벌 경기, 수요 둔화 우려 심화. 그럴수록 공급 이슈에 집중

#### 연초 이후 중국 저준율 인하 및 경기 부양책, 경기 둔화 속도를 염두한 정책

수요 둔화 속에  
상품가격은  
공급 이벤트에  
민감할 것

상품가격 및 정유/화학 시황은 글로벌 경기에 민감할 수 밖에 없다. 중국을 위시로 한 신흥국 수요가 성장했던 2000~2010년도와는 달리 중국을 중심으로 그 성장률은 둔화되어 가고 있으며 중국을 대체 할 인도는 만족스럽지 못하고 다크호스는 보이지 않고 있다. 미국 및 선진국 중심의 호황 마저 마무리되고 있는 국면에서 글로벌 경기 둔화 우려는 예견되었던, 그리고 뚜렷한 타개책이 보이지 않는 이슈다. 유가를 중심으로 '둔화되고 있는 수요'속에 공급발 이슈에 따른 상품가격 변동성이 커지고 있고, 각 국의 이해관계에 따른 이벤트에 따라 시시각각 글로벌 공급 요인의 변동성이 커질 수 밖에 없는 상황이기에 향후 상품가격 전망은 방향성에 대한 확신보다는 '이벤트'에 따른 대응이 더 바람직해 보인다.

중국 지표 부진  
수요 둔화 반증

당사가 1/7일 발간한 중국/신흥국 리포트 내용 일부를 요약하면, 중국의 제조업 지표 및 경제지표들의 둔화가 빠르게 나타나고 있는데 더 큰 문제는 1)향후 개선세를 기대할 수 있는 항목이 뚜렷하게 눈에 띄지 않았다는 점과 2)11월 산업생산이 전년 동기 대비 5.4%(자동차 생산 부진 등), 1~11월 전년 대비 6.3%를 기록했는데 12월 수치의 예상치가 5.6% 수준에 머물 것으로 보여 1월 제조업 지표도 낙관적이지 못하다는 점이다. 참고로 중국 산업생산 지표는 춘절 연휴(1~2월)시기를 제외하면 10년 래 최저 수준이다. 또한 중기적으로도 미국의 중국제조 2025에 대한 견제가 가속화되어 그동안 중국의 제조업을 유지시켰던 동력인 하이테크 제조업의 성장세가 주춤할 것으로 보인다는 점과 4)무역분쟁의 여파가 실물경제 지표의 둔화로 이어지기 시작했다는 점(1분기 GDP 6.3% 예상)이다.

중국 경기부양  
기대감은  
남았지만...

이 외중에 중국은 19년초 추가로 저준율 100bp 인하를 발표했으며, 단기 유동성을 공급하기 시작했다. 부동산으로의 대출규제를 완화시켰으며, 디레버리징 강도도 약화시켰다. 또한 숭안신구를 비롯해 인프라 정책을 다시 훑어보고 있다. 하지만 중국의 저준율 인하는 18년부터 이어지고 있으며 경기 부양 보다는 경착륙을 막기 위한 미봉책에 그치고 있다. 기대감은 남아있지만 그 수준은 낮추는게 맞다.

도표 1. 18.3월~19.1월까지 중국 저준율 3.5% 인하



자료: Bloomberg, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 2. 중국 저준율 & 구리 가격 추이



자료: Bloomberg, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 3. 중국 기준율 & 석탄 가격 추이



자료: Bloomberg, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 4. 중국 고정자산 투자 & 산업생산 지표 둔화 지속



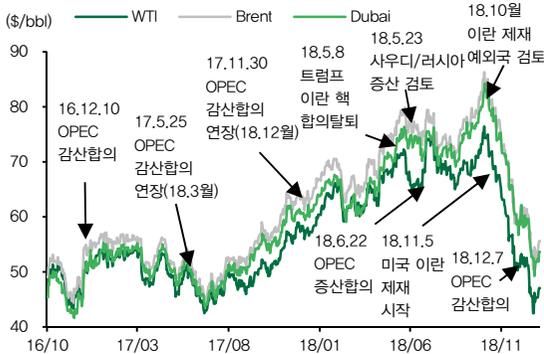
자료: Bloomberg, Wind, 산업자료, DB금융투자

대표적으로 유가, 휘발유를 중심으로 한 수요 우려. 하지만 19년 공급 조절에 따른 상고하저

수요가  
부진할수록  
공급 이슈에  
더 집중

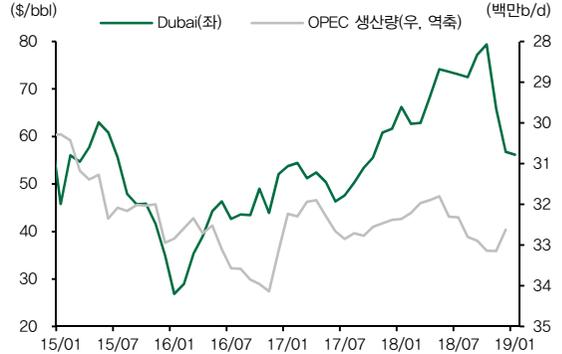
수요 성장 속도 둔화는 어제 오늘 일이 아니다. 그리고 단기간에 그 속도가 의미있는 수준으로 상공 반전 하기도 어렵다. 하지만 수요가 둔화된다고 해서 가격 or 마진이 마냥 하락하지는 않는다. 대표적으로 유가는 18.10월 이후 글로벌 수요 둔화 및 공급 증가 우려로 낙폭이 심해졌지만 당사는 1)19.1월 이후 OPEC 감산에 따른 공급 조절로 글로벌 원유 수급은 재차 타이트해질 가능성이 높기에 수요 우려 속에 유가는 점진적인 혹은 미약한 반등을 시작할 것으로 예상 → 2)연초 이후 중국의 경기 부양책 및 미중 무역분쟁 긴장감 완화 기대감에 따라 수요 우려는 잠시나마 일단락 될 것 → 3)18/11/5일 발효된 이란 제재의 예외 대상국은 '180일'의 한시적 예외였음을 고려할 때 재검토 시한인 19.5월 이전, 즉 3~4월부터 관련 뉴스로 유가 반등 속도 가팔라질 것 → 4)유가가 일정 수준 반등한 이후 미국의 19년 하반기 파이프라인 증설 및 미국 원유 생산량의 탄력적인 증가로 하반기 이후 유가의 점진적인 반락 순에 따른 시나리오로 19년 유가가 상고하저 추이를 그릴 것으로 전망한다. 수요 우려가 짊어질수록 공급 이슈를 더욱 주목해야 함을 뜻한다.

도표 5. 주요 이벤트 및 유가 추이: 18.12월 감산 이후?



자료: Bloomberg, EA, IEA, OPEC, Petronet, 언론자료, DB금융투자

도표 6. OPEC 실제 생산량과 Dubai는 역관계



자료: Bloomberg, EIA, IEA, OPEC, Petronet, DB금융투자

## 상대적으로 수요가 성장하거나, 공급이 부담스럽지 않은 종목을 선택

정유/화학 기업: 4Q 대부분 shock, 1Q 반등, 19년 이익 성장이 담보된 업체 위주로 선별

정유/화학 실적  
4Q shock,  
1Q 반등 예상

유가가 18.9월 평균 \$77/bbl→18.12월 \$57/bbl로 \$20/bbl 급락하면서 정유/화학 업체 모두 역래깅 효과가 크게 발생했으며, 원가 급락에도 불구하고 수요 둔화 우려가 커지며 화학 제품 spread의 반등 폭은 제한적이었으며 정제마진은 오히려 하락했다. 따라서 4Q 대부분의 업체들의 실적은 부진할 것으로 예상된다. 정유가 상대적으로 부진 폭이 큰데, 대규모 재고평가손실이 더해지며 정유 사업부문이 대부분 큰 폭의 적자를 시현할 것으로 예상되기 때문이다. 하지만 4Q 부진은 연초 이후 유가 반등으로 1Q에는 대부분 반등이 나타날 것으로 전망한다.

정유 단기 반등  
화학은  
한화케미칼,  
LG화학  
Top-picks  
전략

19년 정유/화학 업체의 투자전략은 전반적인 수요 부진 속에 상대적으로 수요가 성장하는 사업부문을 보유하거나, 공급 부담이 적은 업체 위주로 선별하는 것을 추천한다. 단기적으로 정유는 유가 반등 및 12월에 중국 수출 급증(추정)으로 급락한 등경유 마진이 글로벌 타이트한 상황을 반영하여 빠르게 반등할 가능성이 높다고 판단하기에 주가 역시 빠른 반등을 예상한다. 20년초 IMO 시행까지 고려했을 때 저가 매수 전략이 유효해보인다. 화학은 에틸렌을 중심으로 여전히 19년 순증설 부담이 녹록지 않은 환경이 유지될 것으로 판단된다. 하지만 PE 중에서 LDPE/LLDPE는 19년 공급 부담이 크게 완화되며, PVC의 경우 상대적으로 견조한 석탄 가격 및 제한적인 순증설로 spread 강세가 이어질 것으로 예상된다. 따라서 PVC/LDPE 매출 비중이 가장 높은 한화케미칼, 전지의 본격적인 수요 성장 및 이익 기여도가 높아질 것으로 예상되는 LG화학을 top-picks로 제시한다. 한화케미칼은 태양광 설치수요 반등, 상대적인 웨이퍼 가격 약세에 따른 셀/모듈 수익성 개선까지 기대할 수 있을 것으로 전망한다.

도표 7. 정유/화학 주요 커버리지 수익 추정 vs. 컨센서스

(단위: 십억원 %)

		4Q18E			1Q19E			2017		2018E		2019E	
		영업이익	%QoQ	%YoY	영업이익	%QoQ	%YoY	영업이익	%YoY	영업이익	%YoY	영업이익	%YoY
LG화학	DB	302.9	-49.7	-50.7	564.0	86.2	-13.3	2,928.5	47.0	2,259.4	-22.8	2,397.2	6.1
	컨센서스	371.1	-38.4	-39.7	529.2	42.6	-18.7	2,957.7	48.5	2,330.7	-21.2	2,443.4	4.8
롯데케미칼	DB	227.8	-54.8	-68.1	450.0	97.5	-32.0	2,927.6	14.9	2,094.7	-28.4	2,100.5	0.3
	컨센서스	280.7	-44.3	-60.7	459.5	63.7	-30.6	2,879.4	13.0	2,154.5	-25.2	2,084.1	-3.3
한화케미칼	DB	35.6	-62.1	-71.7	133.5	275.4	-22.4	756.4	-2.9	485.8	-35.8	686.9	41.4
	컨센서스	52.9	-43.6	-57.9	120.9	128.6	-29.7	796.6	2.2	513.2	-35.6	525.0	2.3
OCI	DB	-12.1	적전	적전	3.2	흑전	-97.0	284.2	125.7	189.7	-33.2	195.3	3.0
	컨센서스	2.2	-85.8	-97.8	13.0	487.2	-87.8	272.5	116.5	206.1	-24.4	240.8	16.8
금호석유	DB	111.6	-26.1	17.5	145.9	30.8	-12.0	262.6	67.9	581.9	121.6	520.4	-10.6
	컨센서스	116.4	-22.9	22.6	119.1	2.3	-28.2	233.4	49.3	584.3	150.3	494.6	-15.4
SKC	DB	55.4	2.6	21.8	52.8	-4.7	28.2	175.7	17.7	203.7	15.9	224.3	10.1
	컨센서스	54.3	0.6	19.4	48.1	-11.5	16.7	176.7	18.4	204.2	15.6	237.9	16.5
SK이노베이션	DB	12.5	-98.5	-98.5	669.9	5,279.4	-5.9	3,234.3	0.2	2,411.6	-25.4	2,822.4	17.0
	컨센서스	234.1	-72.0	-72.3	610.1	160.7	-14.3	3,290.5	1.9	2,582.2	-21.5	2,730.6	5.7
S-Oil	DB	-109.4	적전	적전	361.4	흑전	42.0	1,373.3	-15.1	863.5	-37.1	1,731.5	100.5
	컨센서스	100.7	-68.1	-72.7	313.3	211.2	23.1	1,461.4	-9.6	1,041.2	-28.8	1,692.2	62.5
GS	DB	550.6	-20.4	2.5	607.6	10.4	7.3	2,071.3	18.1	2,365.7	14.2	2,346.0	-0.8
	컨센서스	515.9	-25.4	-3.9	582.6	12.9	2.8	2,069.2	18.0	2,310.0	11.6	2,490.3	7.8

자료: 각 사, Delaguide, DB금융투자

도표 8. 정유/화학 주요 커버리지 목표주가/이익 추이/밸류에이션 지표

(단위: 원 십억원 배, %)

		LG화학	롯데케미칼	한화케미칼	금호석유	OCI	SKC	SK이노	S-Oil	GS
투자의견		Buy	Buy	Buy	Hold	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
적정주가(원)		470,000	340,000	28,000	95,000	130,000	45,000	230,000	130,000	65,000
현재가(원)		350,500	265,000	21,550	89,100	94,600	38,200	178,000	98,200	50,800
영업이익	16	1,992	2,548	779	156	126	149	3,228	1,617	1,754
	17P	2,929	2,928	756	263	284	176	3,234	1,373	2,071
	18E	2,259	2,095	486	582	190	204	2,412	863	2,366
	19E	2,397	2,101	687	520	195	224	2,822	1,731	2,346
영업이익 증가율	16	9.2	58.1	131.2	-4.6	흑전	-31.5	63.1	97.8	10.9
	17P	47.0	14.9	-2.9	67.9	125.7	17.7	0.2	-15.1	18.1
	18E	-22.8	-28.4	-35.8	121.6	-33.2	15.9	-25.4	-37.1	14.2
	19E	6.1	0.3	41.4	-10.6	3.0	10.1	17.0	100.5	-0.8
지배순이익	16	1,281	1,836	755	73	242	43	1,671	1,205	806
	17P	1,945	2,244	825	214	235	110	2,104	1,246	986
	18E	1,510	1,686	530	500	138	163	1,359	492	927
	19E	1,646	1,624	645	408	124	167	1,674	1,246	1,007
P/E	16	13.5	6.9	5.4	34.1	7.8	28.9	8.1	7.9	6.2
	17P	14.7	5.6	6.3	14.2	13.8	16.0	9.0	10.6	5.9
	18E	16.2	5.6	6.2	5.3	18.5	8.2	12.2	22.4	5.2
	19E	14.5	5.8	5.0	6.3	20.4	8.0	9.3	8.3	4.5
ROE	16	9.5	21.7	15.2	4.6	7.9	3.0	10.1	20.5	12.1
	17P	12.9	21.5	14.6	12.3	7.2	7.7	12.0	18.8	13.4
	18E	9.0	13.9	8.5	24.2	4.0	10.8	7.6	7.1	11.4
	19E	9.3	12.1	9.6	16.5	3.5	10.2	9.1	17.2	11.4
P/B	16	1.2	1.4	0.8	1.5	0.6	0.9	0.8	1.5	0.7
	17P	1.8	1.1	0.9	1.6	1.0	1.2	1.0	1.9	0.7
	18E	1.4	0.7	0.5	1.1	0.7	0.8	0.9	1.5	0.5
	19E	1.3	0.7	0.5	1.0	0.7	0.8	0.8	1.4	0.5

자료: DB금융투자

## II. 유가: 반등에 대비, 19년 상고하저 예상

### 유가 불확실성 확대, 하지만 연초 이후 반등에 무게

#### 공급에서 풀리는 실마리: OPEC+, 19.1월부터 재차 감산 돌입

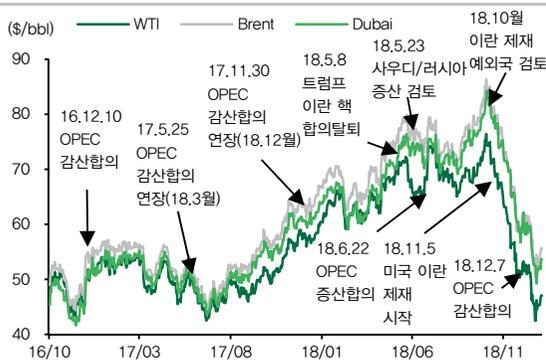
유가, 공급  
이벤트에 따라  
19년 상고하저  
전망

유가는 수요 부진이라는 펀더멘털 우려 속에 트럼프와 OPEC, 러시아, 중국 등의 이해관계가 맞물리면서 공급발 변동성이 극심해지고 있다. 각 국의 이해관계에 따른 이벤트에 따라 시시각각 글로벌 공급요인의 변동성이 커질 수 밖에 없는 상황이기 에 향후 유가 전망은 방향성에 대한 확신보다는 ‘이벤트’에 따른 대응이 더 바람직해 보인다. 당사가 판단하는 추후 이벤트와 영향에 따른 시나리오를 요약하면(당사는 음모론에 가까운 의견이다.) 1)1월 이후 OPEC 감산에 따른 공급 조절로 글로벌 원유 수급은 재차 타이트해질 가능성이 높기에 수요 우려 속에 유가는 점진적인 혹은 미약한 반등을 시작할 것으로 예상 → 2)연초 이후 중국의 경기 부양책 및 미중 무역분쟁 긴장감 완화 기대감에 따라 수요 우려는 잠시나마 일단락 될 것 → 3)18/11/5일 발효된 이란 제재의 예외 대상국은 ‘180일’의 한시적 예외였음을 고려할 때 재검토 시한인 19.5월 이전, 즉 3~4월부터 관련 뉴스로 유가 반등 속도 가팔라질 것 → 4)유가가 일정 수준 반등한 이후 미국의 19년 하반기 파이프라인 증설 및 미국 원유 생산량의 탄력적인 증가로 하반기 이후 유가의 점진적인 반락 순이다. 결국 원유 시장의 M/S는 일정 수준의 유가를 방어하며 미국의 점유율 상승이라는 결론을 낼 것으로 전망한다.

OPEC 감산,  
19.1월부터  
시장에 영향

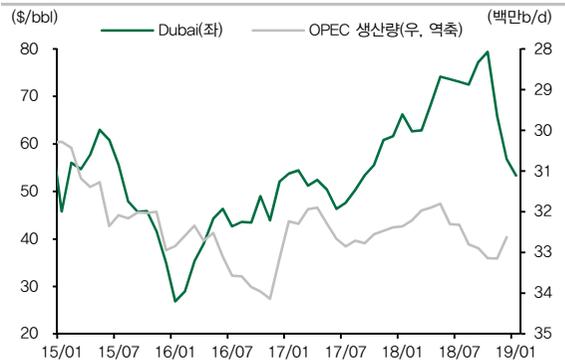
OPEC은 18.12월 총회에서 재차 감산에 합의 했다. 규모는 OPEC의 18.10월 생산량 대비 약 80만 b/d에 해당하는 규모였으며 러시아 중심의 비OPEC 역시 40만b/d 감산을 약속하면서 OPEC+는 19.1월부터 약 120만b/d에 달하는 감산 정책을 시행하게 된다. 18.6월 OPEC 총회에서 이란 제재 및 고유가에 대비한 증산을 결정하지 6개월만이다. OPEC의 감산 결정은 예견되어 있던 것으로 1)미국이 이란 제재의 예외 범위를 확대하고(트럼프가 공급 증가를 종용했으며), 2)글로벌 경기 둔화에 따른 수요 부진 우려가 대두되었고, 3)OPEC의 증산 결정이후 치솟은 OPEC 산유량으로 유가가 10월 이후 급락세로 전환했기 때문이다.

도표 9. 주요 이벤트 및 유가 추이: 18.12월 감산 이후?



자료: Bloomberg, EA, IEA, OPEC, Petronet, 언론자료, DB금융투자

도표 10. OPEC 실제 생산량과 Dubai는 역관계



자료: Bloomberg, EA, IEA, OPEC, Petronet, DB금융투자

19.1월부터 OPEC 80만b/d, 러시아 중심의 비OPEC 40만b/d, 약 120만b/d 감산 돌입

OPEC 감산  
이행 시  
18.6월 증산  
이전으로 회귀  
수급 balance  
1Q가 저점

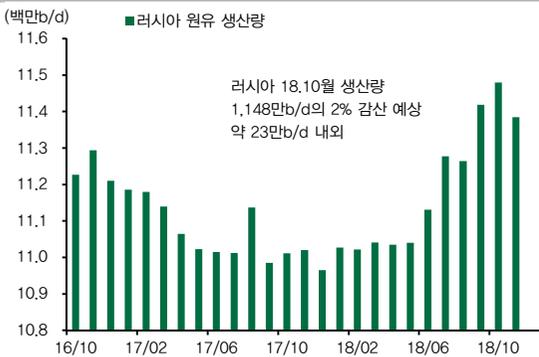
OPEC의 2Q18 평균 원유 생산량은 3,220만b/d 수준이었으며 증산 결정이 내려진 18.6월 이후 3,300만b/d(18.10월~11월)까지 급증했다. 전체적으로 약 80만b/d의 원유 생산량이 증가했는데 동기간 사우디는 약 90만b/d를 증가시켰다. 증산의 대부분이 사우디였던 셈이다. 19.1월부터 이뤄질 약 80만b/d의 감산 역시 사우디 중심으로 이행될 가능성이 높다. 이미 사우디는 18.12월 1,065만b/d로 11월 대비 약 35만b/d를 감소시키며 감산 의지를 확고히 하고 있다. 예정된 감산 규모가 차질없이 이행된다면 OPEC 생산량은 다시 2Q18, 증산 이전 수준으로 돌아가게 된다. 비OPEC 중에서는 역시 러시아를 주목해야 한다. 18.6월 이후 약 30만b/d를 증산하고 있는 러시아는 자국 생산량의 2%(약 23만b/d)를 점진적으로 감소하겠다고 밝힌 바 있다. OPEC의 감산 수준에 따라 글로벌 원유 수급 balance는 1Q19를 저점으로 반등할 가능성이 높다.

도표 11. OPEC 산유량 추이: OPEC은 19.1월부터 18.10월 대비 약 80만b/d 감산 이행, 3,210만b/d 내외 (단위: 천b/d)

	2016	2017	1Q18	2Q18	3Q18	18.8월	18.9월	18.10월	18.11월	18.12월E
Algeria	1,090	1,043	1,014	1,026	1,059	1,057	1,057	1,057	1,052	1,060
Angola	1,718	1,634	1,562	1,493	1,472	1,462	1,512	1,518	1,521	1,470
Congo	216	252	306	324	320	317	322	322	320	320
Ecuador	545	530	515	519	528	530	528	523	525	510
E Guinea	160	133	134	127	124	124	123	124	125	120
Gabon	221	200	194	182	184	186	184	187	176	170
Iran	3,515	3,813	3,817	3,818	3,603	3,609	3,451	3,333	2,954	2,920
Iraq	4,392	4,446	4,441	4,480	4,631	4,642	4,657	4,654	4,631	4,700
Kuwait	2,853	2,708	2,704	2,707	2,797	2,803	2,795	2,764	2,809	2,810
Libya	390	817	991	889	892	955	1,054	1,115	1,104	994
Nigeria	1,556	1,658	1,780	1,653	1,705	1,723	1,746	1,765	1,736	1,720
Qatar	656	607	593	602	609	616	595	612	615	600
Saudi	10,406	9,954	9,949	10,114	10,422	10,404	10,502	10,639	11,016	10,650
UAE	2,979	2,915	2,850	2,873	2,982	2,969	3,018	3,175	3,246	3,350
Venezuela	2,154	1,911	1,545	1,388	1,249	1,240	1,218	1,189	1,137	1,220
OPEC 산유량	32,851	32,623	32,393	32,195	32,576	32,636	32,761	32,976	32,965	32,614

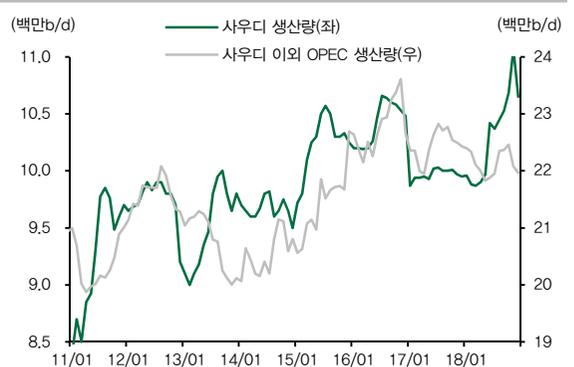
자료: OPEC, DB금융투자 주: 12월 자료는 가집계 예상치

도표 12. 러시아 감산은 약 23만b/d 내외 예상



자료: Bloomberg, EIA, IEA, OPEC, Petronet, DB금융투자

도표 13. 18년 하반기 OPEC 증산은 대부분 사우디



자료: Bloomberg, EIA, IEA, OPEC, Petronet, DB금융투자

17년을 제외하면 원유 수급은 공급 우위였음을...

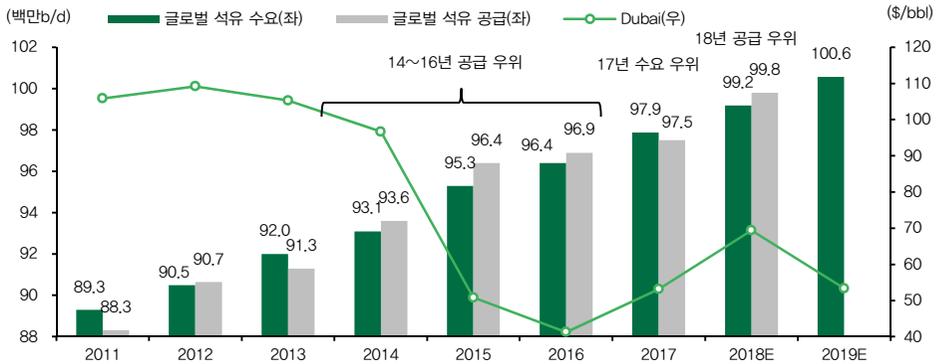
18년 상반기  
유가 급등,  
OPEC 증산  
결정

IEA에 따르면 글로벌 석유 시장의 수급은 14~16년 공급 우위 시장에서 17년 수요 우위 시장으로 전환했지만 18년 재차 공급 우위 시장으로 전환했다. 17년 수요 우위 전환의 큰 이유는 수요의 견조한 성장도 있었지만 16.12월 OPEC의 감산합의 이후 OPEC의 원유 공급량 감소가 결정적이었다. OPEC의 감산은 18년 상반기까지 이어졌다. 16년 연평균 Dubai는 \$41/bbl에서 17년 연평균 \$53/bbl까지 상승했고 그 추세는 이어져 2Q18 평균 \$72/bbl까지 급등했다. OPEC은 고유가와 트럼프의 압박으로 18.6월 증산을 결정했다.

이란 이슈로  
OPEC선제  
증산, 하지만  
실제 수급은  
공급우위

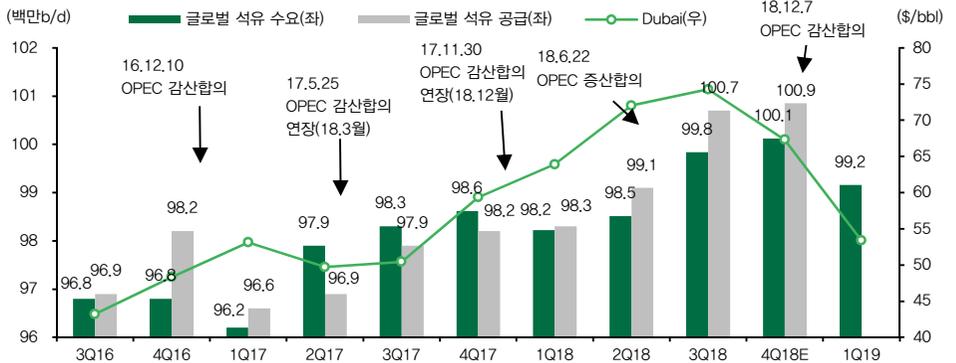
주목할 것은 도표 15의 분기별 글로벌 석유 수급이다. 미국 원유 생산량 급등으로 2Q18 이후 글로벌 석유 공급이 수요 대비 크게 증가했음에도 불구하고 유가가 급등 추세를 유지했기 때문이다. 이는 시장이 미국의 이란 제재 영향을 극단적으로 예상했기 때문이다. 트럼프의 강경한 태도로 인해 시장은 이란의 원유 생산/수출 차질을 200만b/d까지 확대될 것이라 전망했으며 이는 18년 하반기 원유 수급이 심각하게 타이트해질 수 있었음을 뜻했다. 이미 공급량이 충분했음에도 불구하고 이란 제재와 트럼프의 요구로 OPEC은 18.6월 선제적인 증산에 나서게 되었으나 결론은 이란 제재 규모는 예상보다 크지 않았다. 결국 OPEC은 증산이 아닌 감산에 나설 수 밖에 없는 공급 우위 환경이었던 셈이다.

도표 14. IEA 전망, 연간 글로벌 석유 수급: 14~16년 공급 우위→17년 수요 우위→18년 공급 우위



자료: Bloomberg, EIA, IEA, OPEC, Petronet, DB금융투자

도표 15. IEA 전망, 분기별 글로벌 석유 수급: 18년 이란 제재의 위협, 그러나 2Q18 부터 실질 공급 우위



자료: Bloomberg, EIA, IEA, OPEC, Petronet, DB금융투자

OPEC의 감산이 차질없이 이행된다면, 1Q19를 저점으로 수급 balance 반등

석유 수급 balance는 1Q를 저점으로 반등

앞서 언급한 것처럼 사우디가 감산 의지를 불태우고 있으며, 19.1월부터 사우디 중심의 약 80만b/d에 달하는 OPEC의 감산이 차질없이 이행된다면 글로벌 분기 석유 수급 balance는 1Q19를 저점으로 반등할 것으로 전망한다.(글로벌 수요 및 OPEC의 생산량은 IEA 전망치 대입) OPEC의 4Q18 평균 원유 생산량인 3,290만b/d가 1Q19에는 3,210만b/d로 줄어들게 되며 이러한 감산이 6월까지 진행될 경우 글로벌 수급 balance는 1Q19 98.7%에서 2Q19 99.2%로 반등하게 될 것으로 전망한다.

유가의 점진적 반등 전망

물론 지금은 글로벌 수요 둔화가 시장의 우려로 작용하고 있기에 ‘예상 수급 balance’의 반등이 유가 반등의 근거로 받아들여지기에는 부족한 것이 사실이다. 또한 2Q18~3Q18의 이란 제재 사태에 걸쳐 확인한 것처럼 수급 balance보다는 예상되는 이벤트의 파괴력이 수급보다 가격 지표에 결정적으로 반영되는 경우가 많다. 하지만 단기적으로는 연초 이후 중국의 경기 부양책 및 미중 무역분쟁 긴장감 완화 기대감에 따라 수요 우려는 잠시나마 일단락 될 것으로 예상되기에 ‘OPEC 공급량 감소’의 실현 여부에 따라 유가는 점진적 반등이 나타날 가능성이 높다고 판단된다.

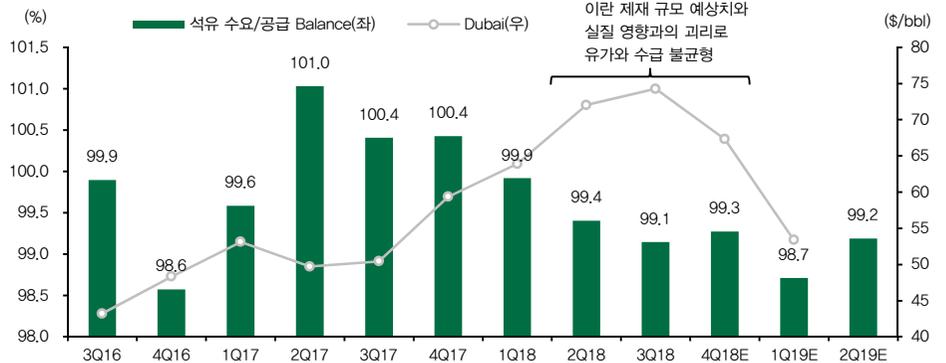
도표 16. 글로벌 석유 수요 & 공급 Balance: OPEC 감산으로 1Q19를 저점으로 수급 balance 반등 (단위: \$/bbl, %, 백만b/d)

	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E
Dubai	43.2	48.3	53.1	49.7	50.4	59.3	63.9	72.0	74.3	67.3	53.4	
수요/공급 Balance	99.9%	98.6%	99.6%	101.0%	100.4%	100.4%	99.9%	99.4%	99.1%	99.3%	98.7%	99.2%
글로벌 석유 수요(좌)	96.8	96.8	96.2	97.9	98.3	98.6	98.2	98.5	99.8	100.1	99.2	100.3
글로벌 석유 공급(좌)	96.9	98.2	96.6	96.9	97.9	98.2	98.3	99.1	100.7	100.9	100.5	101.2
Total OPEC	39.8	40.2	38.9	39.2	39.6	39.2	39.3	39.1	39.6	39.9	39.1	39.1
- OPEC Crude	32.9	33.4	32.1	32.3	32.7	32.3	32.3	32.1	32.6	32.9	32.1	32.1
- OPEC NGLs	6.9	6.8	6.8	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9	7.0	7.0	7.0	7.0
Total Non-OPEC	57.2	57.9	57.5	57.5	58.1	58.8	59.1	60.0	61.2	61.0	61.4	62.1
- America	19.3	19.7	20.0	19.8	20.3	21.2	21.7	22.2	23.2	23.2	23.6	23.7
- Others	37.8	38.2	37.5	37.7	37.8	37.6	37.4	37.8	38.0	37.8	37.8	38.4

자료: IEA, OPEC, DB금융투자

주: 검은색 수요 및 Non-OPEC 공급 예측치는 IEA 보고서 기준, 녹색 예측치는 19.1월 이후 OPEC 감산량 80만b/d를 고려한 3,210만b/d를 가정할 수치

도표 17. 분기 수급 balance와 유가 추이: 1Q19를 저점으로 분기 수급 balance 반등



자료: IEA, OPEC, DB금융투자

이란 이슈는 아직 끝나지 않았다

이란 제재에 따른 수출 감소분은 약 100만b/d

18년 11/5일을 기점으로 이란 제재가 시행되었다. 당초 트럼프의 강경한 태도에 따라 200만b/d에 달할 것이라 예상되던 이란산 원유 공급 차질은 이란산 원유 수입국에 대한 미국 정부의 예외 범위가 확대됨에 따라 그 규모가 우려 대비 완화되었다. Bloomberg 추정에 따르면 이란산 원유 수출 규모는 18.4월 250만b/d에서 18.11월 109만b/d로 급감했다.(vs. 17.11월 204만b/d) JODI에 따르면 이란산 원유수출은 18.7월 217만b/d 이후 집적되지 않고 있다. 이란산 원유 수출에 대한 명확한 데이터를 구하기는 어렵지만 대략적인 이란 제재에 따른 수출 감소분은 17년말 대비 약 100만b/d 수준인 셈이다.

19.5월 이란 제재 한시적 완화 종료

12월 OPEC 원유 생산량 가집계에 따르면 이란 원유 생산량은 292만b/d이며 17년말~18년 상반기 380만b/d 대비 약 100만b/d 감소했다. 수출 감소분 만큼 생산량 역시 감소했다. 중요한 것은 이란 제재 예외는 180일간의 한시적 예외라는 점이다. 19.5월 초 그 한시적 예외 기간이 종료되며 트럼프의 태도 변화에 이란 제재는 추가적으로 강화될 가능성이 남아있음을 염두할 필요가 있다. 공교롭게도 미국의 파이프라인 병목현상은 19년 하반기부터 점진적으로 해소될 것으로 예상되기에 '미국 원유 생산량 급증 전 이란 제재 규모 확대'는 음모론자가 아니라고 하더라도 충분히 예상 가능한 시나리오다. 이란 생산량 감소분을 충당하는 것이 사우디가 아니라 미국이 될 수 있음을 뜻한다.

도표 18. 이란 원유 수출량 추이: 11월 약 110만b/d로 감소



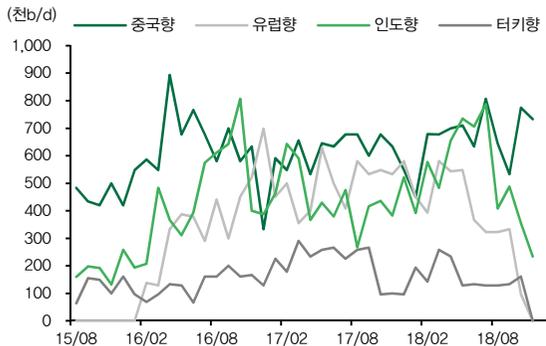
자료: Bloomberg, JODI, DB금융투자

도표 19. 17년말 대비 생산량 -85만b/d, 수출량 -100만b/d



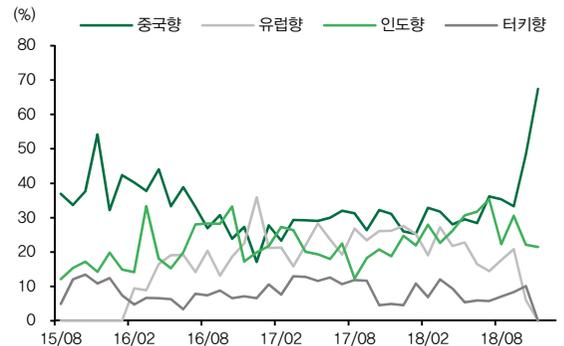
자료: Bloomberg, EIA, IEA, OPEC, Petronet, DB금융투자

도표 20. 18.11월 기준 중국 제외시 대부분 이란산 수입 급감



자료: Bloomberg, EIA, IEA, OPEC, Petronet, DB금융투자

도표 21. 이란 원유 수출중 중국 M/S 약 67%



자료: Bloomberg, EIA, IEA, OPEC, Petronet, DB금융투자

## 하반기 미국 원유 생산량 증가 규모에 따라 유가의 하방 압력 결정

18.12월 미국 원유 생산량 YoY+161만b/d, Tight Oil 생산량 YoY+146만b/d

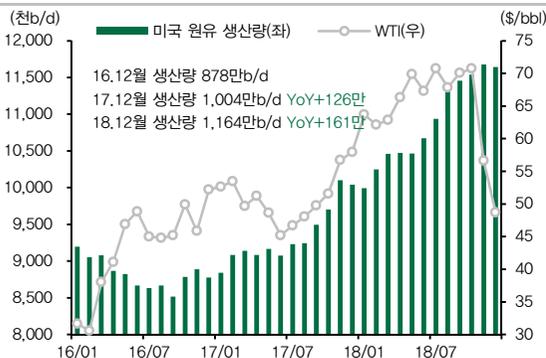
미국 원유  
생산량 증가  
지속

18.12월 기준 미국 원유 생산량은 1,164만b/d로 17.12월 대비 YoY+161만b/d 증가했다. 18.6월 기준으로 17.12월 대비 63만b/d에 그쳤지만 18년 하반기에 97만b/d가 급증했다. 유가가 17년말부터 상승세에 진입하면서 미국 oil rig가 재차 반등했으며 특히 주요 shale 산지의 rig 및 실제 원유 생산량 증가가 미국 원유 생산량 증가에 크게 기여했다. 18년 미국 tight oil 생산량은 YoY+146만b/d로 생산량 증분의 대다수를 차지했으며 tight oil 생산 비중은 이제 60%에 육박했다.

Permian  
생산량 주목

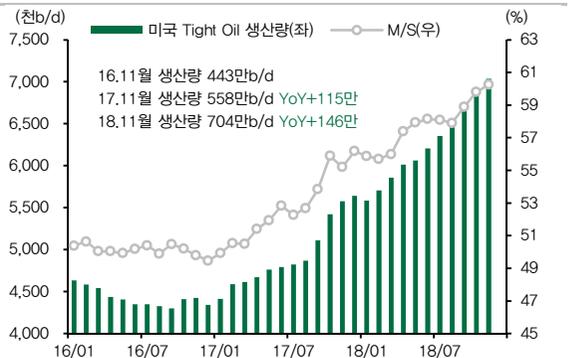
미국 내 주목할 지역은 여전히 텍사스 지역의 Permian 분지다. Eagle Ford, Bakken 지역은 유가 수준에 따라 원유 생산량 변동성이 크지만 Permian 분지의 생산량은 유가 수준과 상관없이 15년부터 지속적인 상승세를 이어가고 있다. Permian의 oil rig수는 미국 전체 rig의 55%에 이르고 있다. 19년 하반기 Permian의 주요 파이프라인 개통이 예정되어 있어 생산량 증가 속도는 더욱 빨라질 수 있다.

도표 22. 18년 미국 원유 생산량 YoY+161만b/d



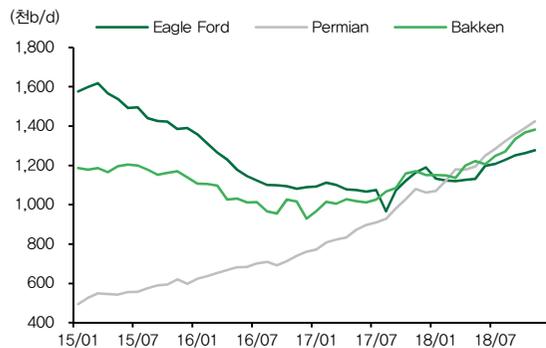
자료: Bloomberg, EIA, IEA, OPEC, Petronet, DB금융투자

도표 23. 18년 미국 Tight Oil 생산량 YoY+146만b/d



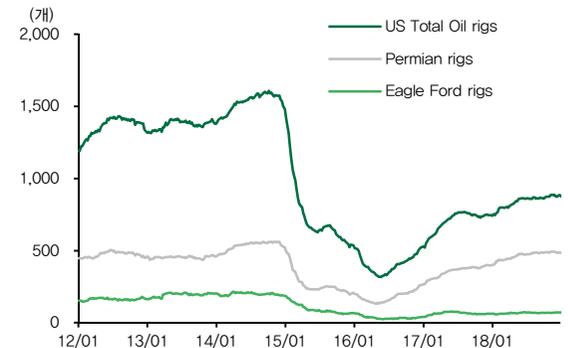
자료: Bloomberg, EIA, IEA, OPEC, Petronet, DB금융투자

도표 24. Permian을 중심으로 원유 생산량 급증



자료: Bloomberg, EIA, IEA, OPEC, Petronet, DB금융투자

도표 25. Permian으로 굴착 역시 집중



자료: Bloomberg, EIA, IEA, OPEC, Petronet, DB금융투자

Permian 분지의 주요 파이프라인 수송능력은 19년 하반기에만 182만b/d 증가

미국 19년  
하반기  
파이프라인  
182만b/d 증설

Permian 분지 일대의 파이프라인 수송능력은 18년말 기준 약 360만b/d다. 1Q19에 4만b/d가 증가하게 되며 19년 하반기에는 Epic, Cactus II, Gray Oak 파이프라인이 가동되며 182만b/d가 추가 증설될 것으로 예상된다. Permian 분지 및 일대 원유 생산량이 증가했음에도 불구하고 파이프라인 수송능력이 한계에 달함에 따라 WTI Midland(Permian 포함) 원유 가격은 WTI Cushing(WTI 근월물) 원유 가격 대비 할인폭이 18.8월 \$18/bbl까지 확대되었다.(그림에도 불구하고 Permian 원유 생산량은 계속해서 증가하고 있다.)

Permian  
생산량 급증  
예상

Permian 분지 일대의 파이프라인 수송능력이 18년말 360만b/d→19년말 546만b/d→20년 606만b/d로 확대됨에 따라 Permian 지역의 원유 생산량 증가 속도가 더욱 가팔라질 것으로 예상된다. 유가의 추가 급락이 나타난다면 채산성 때문에 변수가 생길 수 있지만 Permian 분지의 생산 BEP 평균 유가는 \$47/bbl로 미국 내 가장 낮은 수준이다.(평균임을 고려하자)

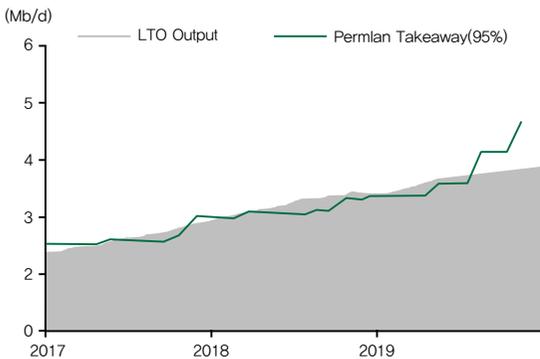
도표 26. Permian 분지 일대 주요 파이프라인: 19년 하반기 약 182만b/d 예정

(단위: 천b/d)

Companies	Capacity	가동 시점
Plains All American Pipeline LP	200	4Q18
Plains All American Pipeline LP, Magellan Midstream Partners LP	40	1Q19
Epic Midstream Holdings LP	590	2H19
Plains All American Pipeline LP, Western Gas Partners LP	525	3Q19
Philips66 Partners LP, Andeavor	700	4Q19
Energy Transfer Partners LP	600	2020
Plains All American Pipeline LP, ExxonMobil	1,000+	N/A

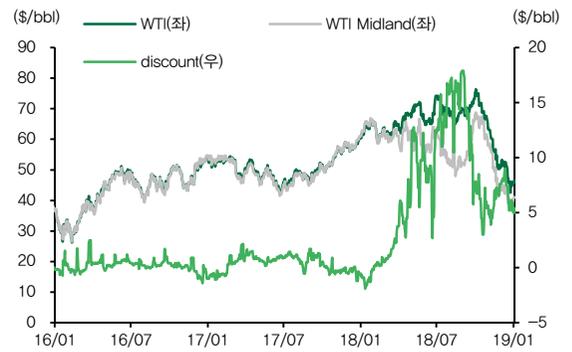
자료: S&P Global Market Intelligence, EA, DB금융투자

도표 27. Permian Pipeline Capa 20년 600만b/d까지 확대



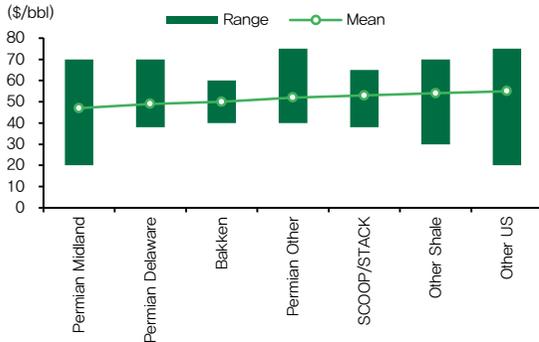
자료: Bloomberg, EIA, IEA, OPEC, Petronet, DB금융투자

도표 28. Permian Pipeline 병목현상으로 discount 확대



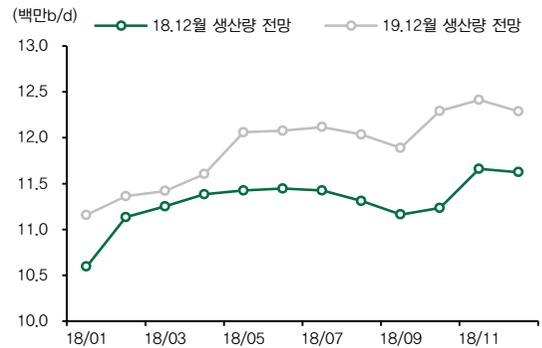
자료: Bloomberg, EIA, IEA, OPEC, Petronet, DB금융투자

도표 29. 미국 주요 산지별 원유 생산 BEP price



자료: Federal Reserve Bank of Dallas, IEA, DB금융투자

도표 30. EIA, STEO 미국 원유 생산량 추정치는 꾸준히 상향



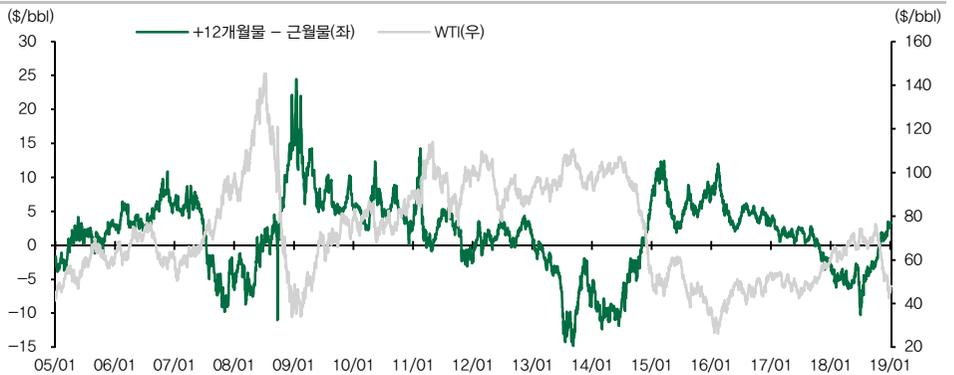
자료: EIA, DB금융투자

19년 상반기 유가 반등, 하반기는 이란 제재 수준과 미국 원유 생산량에 따라 변동성 확대 예상

19년 유가는  
상고하저 예상

정리하면 19년 유가는 연초 점진적인 반등 → 3~4월 이란 제재 이슈가 재차 불거지며 상승 속도 빨라짐 → 19년 하반기 미국 원유 생산량 증가 속도에 따라 변동성 확대(반락 수준 결정)로 전망한다. 18년과 다른 점은 수요 우려가 커져있는 상황이며, 하반기 미국 원유 생산량 증가가 예상되는 가운데 OPEC의 ‘감산’ 지속 여부가 중요해졌다는 점이다. OPEC이 하반기에도 감산을 연장하지 않는다면 혹은 감산 폭을 확대하지 않는다면 상반기 반등한 유가는 수요 우려에 공급 우려가 더해지며 재차 반락할 가능성이 높다. OPEC의 감산을 통한 유가 지지는 결국 미국의 M/S 상승으로 이어질 수 밖에 없으며 이는 미국의 이익 확대를 강력하게 주장하고 있는 트럼프 대통령이 원하는 결론이다.

도표 31. WTI +12개월물 - 근월물: Contango 전환



자료: Bloomberg, DB금융투자

### III. 석탄: 죽지 않는다. 천천히 사라져갈 뿐

#### 연료탄 가격이 견고한 이유

단기적으로는 공급과잉 지속, 그러나 중장기 수급이 더 중요하다

연료탄  
교역시장  
2년 연속  
공급과잉 전망

2019년 연료탄 시장은 2년 연속으로 공급과잉이 이어질 것으로 예상된다. 블룸버그에 따르면, 세계 최대 수입국인 중국의 국내 생산량 증가, 경기 부진, 동아시아 지역의 난방수요 감소 등으로 전세계 연료탄 수입 수요 증가율이 2018년 6.4%에서 2019년 1.2%로 하락한다. 반면 2019년 전세계 연료탄 수출 증가율은 인도네시아의 둔화를 호주, 러시아 등이 상쇄하며 전년 대비 1.9% 증가할 것이다. 연료탄 교역시장 수요/공급은 지난해 3,800만톤에 이어 4,500만톤 내외의 공급과잉을 나타낼 전망이다.

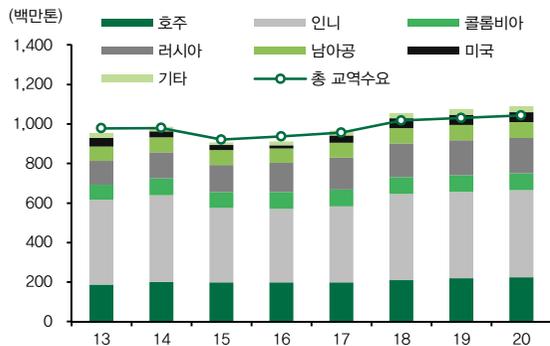
그러나 언제든  
돌발변수로  
뒤집힐 수 있는  
규모

이러한 수급 전망을 받아들인다면 올해 연료탄 가격은 하락할 것 같다. 이미 아시아 연료탄 벤치마크 뉴캐슬 현물 가격은 지난 8월 동북아 폭염과 발전업체들의 선제적인 재고 구축으로 톤당 \$120 위로 올라섰다가 올 1월 온화한 겨울 날씨와 중국 경기둔화 우려로 톤당 \$100 내외까지 내려왔다. 그러나 연 10억톤 규모에 달하는 연료탄 교역시장에서 4,500만톤 정도의 공급과잉은 날씨, 정책 등의 돌발 변수로 언제든 뒤집힐 수 있다는 점을 상기해야 한다. 단기 수요/공급 예측에 근거한 방향성 베팅은 위험부담이 클 뿐 아니라 실익도 적다.

그럼에도  
연료탄 가격이  
왜 견고한지가  
중요

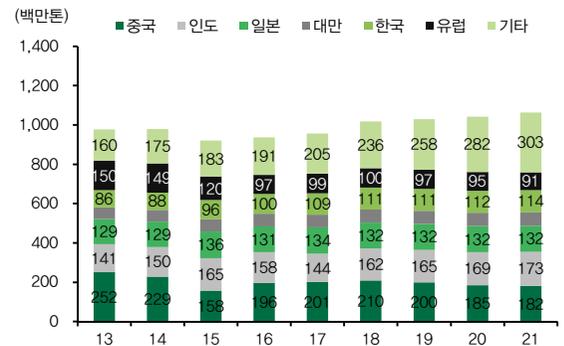
투자자들에게 훨씬 더 중요한 과제는 수요둔화 전망이 팽배한 상황에서도 지난 3년간 연료탄 가격이 견고한 흐름을 이어간 이유를 규명하는 것이다. 당사가 2017년 9월 『아시아 에너지 변화: 결핍의 역설』 보고서를 발간했을 때 아시아 벤치마크인 호주 뉴캐슬 연료탄 현물가격은 톤당 \$100을 상회했고, 1년이 훌쩍 지난 지금도 뉴캐슬 연료탄 가격은 톤당 \$100 내외에서 등락 중이다. 연료탄은 다량의 오염물질을 배출하는 더러운 에너지라는 이유로 많은 사람들에게 미움을 받고 있지만, 실수요자들과 금융시장은 여전히 연료탄을 사랑하는 것처럼 보인다.

도표 32. 2019년 연료탄 교역시장 소폭 공급과잉 전망



자료: Eloomberg Intelligence, DB금융투자

도표 33. 중국 수입 감소로 연료탄 수요 정체, 그러나



자료: Eloomberg Intelligence, DB금융투자

에너지 전환의 역설

에너지  
전환에도  
사들지 않는  
연료탄 수요

전세계 에너지 시장은 화석에너지에서 청정에너지로 주도권이 넘어가는 전환기에 진입했다. BP사의 Energy Outlook 2018에 따르면 전세계 1차 에너지 소비에서 석탄이 차지하는 비중은 2016년 28%에서 2040년 21%까지 낮아진다. 그럼에도 전세계 석탄 소비량은 최소한 2030년까지는 감소하지 않을 전망이다. 특히 발전 부문에서의 연료탄 소비는 2040년까지 연평균 0.6%씩 성장할 것으로 예상된다. 지난 수 년 동안 청정에너지가 크게 득세했지만 에너지 수요가 폭발적으로 증가하는 신흥국에서는 여전히 가장 값싼 에너지원인 연료탄을 필요로 한다. 셰일 혁명으로 천연가스 생산량이 급속히 늘어난 미국에서조차 연료탄은 여전히 원자력에 이어 가장 저렴한 발전연료 지위를 유지하고 있다.

도표 34. 연료탄 소비 중요도는 감소해도 수요는 줄지 않는다

구 분	에너지원별 소비량 (백만Toe)								에너지원별 소비 비중 (%)							
	1970	1980	1990	2000	2010	2020	2030	2040	1970	1980	1990	2000	2010	2020	2030	2040
원유	2,253	2,986	3,153	3,580	4,021	4,564	4,864	4,836	46%	45%	39%	38%	33%	32%	30%	27%
가스	890	1,291	1,767	2,182	2,874	3,534	4,148	4,707	18%	19%	22%	23%	24%	25%	25%	26%
연료탄	1,483	1,813	2,246	2,385	3,636	3,697	3,821	3,762	30%	27%	28%	25%	30%	26%	23%	21%
원자력	18	161	453	584	626	674	772	912	0%	2%	6%	6%	5%	5%	5%	5%
수력	266	385	487	601	779	1,015	1,160	1,241	5%	6%	6%	6%	6%	7%	7%	7%
신재생	2	7	35	59	234	794	1,552	2,527	0%	0%	0%	1%	2%	6%	10%	14%
계	4,912	6,642	8,142	9,390	12,170	14,278	16,317	17,983	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

자료: BP Energy Outlook 2018, DB금융투자

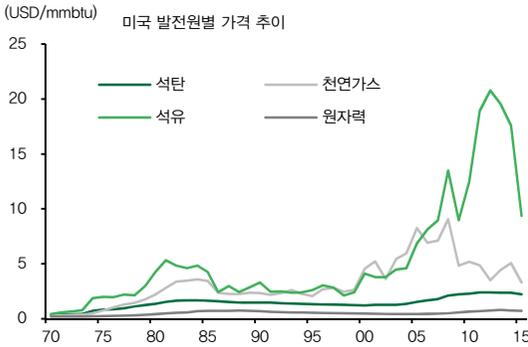
기술과  
인프라가  
에너지 전환  
속도를 제약

역사적으로 에너지 전환을 촉발한 핵심 동력은 에너지 수요 급증과 지배적 에너지 가격의 상승이었다. 경제 규모가 커지고 생활 수준이 향상될수록 효율이 높은 에너지가 주도권을 잡는 것은 에너지 전환의 역사에서 여러 차례 증명돼 왔다. 그러나 구세대의 비효율적인 지배적 에너지를 차세대 에너지로 대체하려는 노력은 기술과 인프라의 제약을 받는다. 17~18세기 산업혁명 당시 연료탄이 지배적 에너지로 올라서는 과정에서 증기기관 발명이 필요했던 것처럼, 태양광, 풍력 등의 차세대 에너지가 지배력을 확보하려면 전력 생산량 변동을 상쇄할 전력저장시스템(ESS) 기술의 발전과 대규모 그리드 투자가 요구된다.

구 에너지와  
신 에너지의  
장기 공존

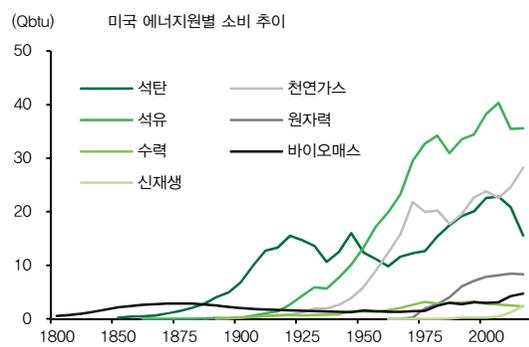
에너지 전환기에는 차세대 에너지가 대규모 확산에 필요한 기술과 인프라를 확보하기 전까지 구세대 에너지와 차세대 에너지가 공존했다. 예를 들어 미국 에너지 시장에서 연료탄이 지배적 지위를 확보한 19세기 후반까지도 바이오매스(화목) 소비는 지속 증가했다. 석유가 지배적 에너지로 올라선 20세기 중반에도 비슷한 양상이 전개됐다. 천연가스와 신재생에너지가 지배적 에너지 지위를 두고 경쟁하는 지금도 석유와 연료탄 소비는 계속 늘어나고 있다. 이러한 관점에서 우리는 연료탄 소비가 머지않아 위축될 것이라고 생각하지 않는다. 에너지 시장에서 연료탄의 중요도는 천천히 낮아지겠지만, 절대적인 소비량은 앞으로도 상당 기간 증가 추세를 이어갈 것이다.

도표 35. 비용 측면에서 석탄을 능가하는 에너지는 거의 없음



자료: EIA AEO, DB금융투자

도표 36. 구세대 에너지와 차세대 에너지는 장기간 공존



자료: EIA AEO, DB금융투자

비관적인 수요 전망이 투자 부족을 초래

수요와  
신규투자의  
미스매치

전환기 시장에서 흔히 나타나는 문제는 연료탄 같은 구세대 에너지에 대한 투자가 극도로 위축된다는 점이다. 미래 수요가 없을 것이라는 불안과 정부 규제가 투자를 억제하는 핵심 요인이다. 반면 구세대 에너지 수요는 줄어들지 않거나 오히려 늘어나기 때문에, 역사적으로 에너지 전환기에 구세대 에너지 가격이 급등하는 현상이 빈번하게 관찰된다. 우리는 지난 3년 간 연료탄 가격이 좀처럼 하락하지 않고 저점이 계속 올라간 이유가 여기에서 비롯된다고 보고 있다. 연료탄 수요는 여전히 견고하지만 연료탄 공급량을 늘리기 위한 신규투자는 극도로 위축돼 있다.

석탄 신규 광산  
프로젝트에  
많은 불확실성  
상존

2019~2021년 중 전세계 연료탄 수출물량 증가 폭은 약 4,500만톤에 그칠 것으로 예상된다. 특히 세계최대 연료탄 수출국인 인도네시아는 중국의 저열량탄 수요 감소, 자국 석탄화력 증설로 수출 여력이 점차 축소될 전망이다. 전세계에서 수출 여력이 의미 있게 늘어나는 국가는 다수의 광산 프로젝트들이 진행 중인 호주, 운송 병목이 해소되는 러시아 정도 밖에 없다. 2천만톤에 이르는 생산능력 증가가 예상되는 호주조차도 2021년 완공 예정인 연 1,500만톤 규모의 거대 광산 프로젝트 Carmichael이 자금조달에 차질을 빚는 등의 어려움을 겪고 있다.

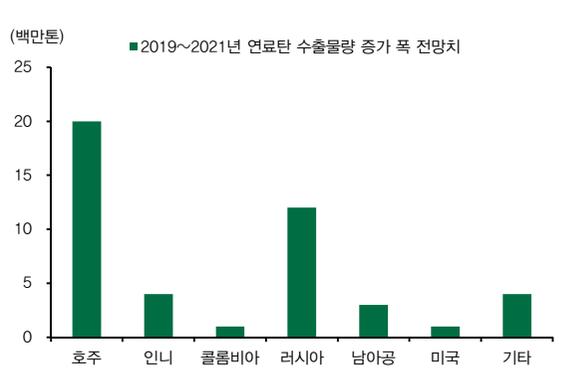
도표 37. 발전 부문 석탄 수요는 2025년까지 견고한 증가

(단위: Twh)

구분	2015	2020	2025	2030	2035	2040
<b>총발전량</b>	23,029	25,765	28,354	30,840	33,581	36,454
CAGR		2.3%	1.9%	1.7%	1.7%	1.7%
<b>천연가스</b>	4,907	5,257	6,295	7,475	8,784	10,141
CAGR		1.4%	3.7%	3.5%	3.3%	2.9%
<b>석탄</b>	9,206	9,727	10,074	10,121	10,313	10,621
CAGR		1.1%	0.7%	0.1%	0.4%	0.6%
<b>원자력</b>	2,603	3,051	3,404	3,946	4,251	4,501
CAGR		3.2%	2.2%	3.0%	1.5%	1.1%
<b>풍력+태양광</b>	968	1,760	2,202	2,584	3,039	3,414
CAGR		12.7%	4.6%	3.3%	3.3%	2.4%

자료: EIA IEO2016, DB금융투자

도표 38. 호주 연료탄 증설이 차질을 빚는다면?



자료: Elobenberg Intelligence, DB금융투자

중국과 인도, 베트남이 뒤를 받치는 연료탄 시장

China Put이 연료탄 가격 추가 하락을 제한

세계 최대 연료탄 소비국인 중국의 국내 생산량 증가와 수입 감소는 4Q18 연료탄 가격이 가격조정을 받은 주된 요인이었다. 지난 가을 중국은 2017/18 난방시즌에 초래됐던 연료부족 사태를 막기 위해 국영 석탄 기업들의 증산을 독려하고 전력업체들에 선제적인 재고 비축을 주문한 것으로 알려졌다. 이에 지난 10~11월 중국 연료탄+갈탄 수입량은 전년동기 대비 17.1% 급감했다. 그러나 우리는 지난 4분기의 수입 감소는 일시적이고, 중국의 대기오염 개선 노력이 지속되는 한 중국 연료탄 수입 수요는 견고할 것으로 보고 있다. 중국 정부는 벤치마크인 친황다오 연료탄 가격이 톤당 \$600위안(약 \$87)이 넘을 때 증산을 용인하고, 500~600위안 수준에 있을 때는 환경 규제를 강화하는 행태를 보이고 있다. 이런 탄력적인 정책 하에서 중국 연료탄 수입 수요의 감소 폭은 제한될 것으로 예상된다.

증산 목표 달성에 실패한 인도의 수입 수요 지속

중국에 이어 세계 2위 연료탄 소비국인 인도는 2020년까지 국영 석탄기업인 콜 인디아의 생산량을 10억톤까지, 기타 석탄기업들의 생산량을 5억톤까지 늘려 석탄 수입량을 제로로 만들겠다는 계획을 수립한 바 있다. 그러나 투자 여력 부족과 열악한 운송 인프라로 인해 2018/19 회계연도 콜 인디아 석탄 생산량은 약 6.3억톤에 그친 것으로 나타났다. 인도 모디 정부는 이제 석탄 생산량 증대에 힘을 쏟기보다 천연가스 인프라 구축 및 청정에너지 투자에 더 공을 들이는 방향으로 에너지 정책 방향을 전환한 것으로 보인다. 이에 향후에도 인도 연료탄 수입 수요는 연 2% 이상의 증가율을 계속 유지할 것으로 예상된다.

연료탄 수요의 다크호스가 될 베트남

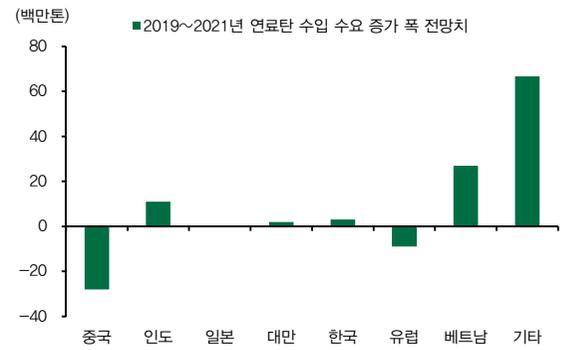
중국, 인도, 일본, 한국, 대만을 제외한 아시아 국가들의 연료탄 수입 수요는 향후 3년간 연 10% 이상의 증가율을 기록할 것으로 전망한다. 특히 8기가와트에 육박하는 발전설비 증설을 진행 중인 베트남의 연료탄 수입량은 2021년까지 2,700만톤 늘어날 것이다. 이는 2019~2021년 전세계 연료탄 수입 수요 증가 폭의 절반이 넘는 규모다. 전체적으로는 2019~2021년 중 4,600만톤에 이르는 신규 수요가 발생해 같은 기간의 공급 증가 폭 4,500만톤을 상회할 것으로 추정한다. 연료탄 교역시장은 늦어도 2021년에는 다시 공급부족으로 돌아설 가능성이 크다. 이런 전망들을 종합할 때, 연료탄 가격은 앞으로도 저점을 높여가며 상승 기조를 이어갈 것으로 예상된다.

도표 39. 중국 연료탄 가격, 당국의 개입 기준가격 하회 중



자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 40. 구세대 에너지와 차세대 에너지는 장기간 공존



자료: Bloomberg Intelligence, DB금융투자

## IV. 산업금속: 새로운 수요를 기다린다

### 공급 주도의 순환적 반등, 그러나 새로운 수요의 부족

#### ‘확증편향의 오류’에서 벗어나기

빛나간 우리의  
산업금속  
가격 전망

당사는 2018년 초 주요 광산들의 공급 차질과 중국 스크랩 수입 중단 근거로 구리 가격 강세 주장을 펼친 바 있다. 그러나 지난 1년간 LME 구리 선물시장은 우리의 생각과 반대로 움직였다. 칠레 광산 임금협상은 의외로 큰 갈등 없이 순탄하게 마무리됐고, 중국 구리 원광 수요를 현저히 끌어올릴 것으로 예상했던 스크랩 수입금지 조치도 아직까지는 시장에 별다른 영향을 미치지 못하고 있다. 무엇보다 정량적 분석에 치중해 미중 무역분쟁의 정성적 효과를 과소평가한 것이 전망이 빛나간 핵심적인 요인이었다고 본다. 최근 구리 가격은 널리 사용되는 수요/공급 통계와 어긋나는 흐름을 이어가고 있다.

확증편향의  
오류에 빠진  
분석가들

인간은 누구나 보고 싶은 것만 보려고 하는 '확증 편향(confirmatory bias)'을 갖고 있다. 전문가라 해서 늘 객관적인 시각을 유지하기는 쉽지 않다. 오히려 일반인들보다 많은 통계들을 다루기에 유리한 정보만을 취사선택하는 확증 편향의 유혹에 빠질 여지가 훨씬 더 크다. 실제로 대부분의 분석가들이 애용하는 구리 시장 분석 툴인 국제구리연구회(CSG)의 수요공급 통계와 3대 선물거래소 재고는 2010년 이후 LME 구리 선물가격의 흐름을 제대로 설명하지 못했다. 냉정하게 말하면, 많은 분석가들이 적절하지 못한 도구를 사용하며 10년 가까이 헛다리를 잡고 있었던 셈이다.

보다 장기적인  
시각으로 다시  
바라보자

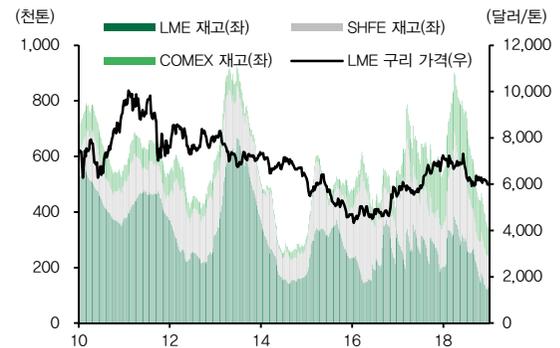
이번 보고서에서는 익숙하지만 설명력이 약해진 분석 툴에서 벗어나 냉정한 시각으로 산업금속 시장에 접근해 보고자 한다. 이를 위해 산업금속 가격과 수요/공급 통계의 괴리가 확대된 이유를 설명하고, 지난 70년간 산업금속 수요를 촉발한 요인들과 향후 수요를 자극할 요인들을 살펴볼 계획이다. 마지막으로 앞으로 수 년 내에 생산개시 예정인 광산 개발 프로젝트들이 이러한 수요를 감당할 만큼 빠르게 진행될 수 있을지 가능해 볼 것이다. 결론부터 말하면, 우리는 중국의 투자 주도 성장이 완료됐다는 분석에 기반해 산업금속 가격 상승 폭에 대한 기대를 종전보다 낮추기로 했다. 다만 현재 산업금속 가격이 신규 광산투자를 저해할 정도로 낮은 수준이라는 생각에는 변함이 없다. 미중 무역갈등이 완화되면 상당한 폭의 순환적 반등이 이뤄질 것이라는 기존 판단을 유지한다.

도표 41. 우리의 구리 가격 예측은 왜 빛나졌을까?



자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 42. 구리 가격 변동을 설명하지 못하는 거래소 재고 동향



자료: Bloomberg, DB금융투자

2018년 산업금속 시장에 대한 회고: 높아진 매크로 영향력

산업금속과 미국 기준금리 상관관계가 높은 이유

역사적으로 볼 때 국가별 광산 생산량, 중국 수입량, 선물거래소 재고 등과 같은 수요/공급 지표들은 산업금속 가격의 중·단기 방향성에 결정적인 영향을 미치는 요인이 아니었다. 산업금속 가격은 다른 원자재들에 비해 주가, 금리, 환율과 같은 매크로 변수에 대한 민감도가 아주 높다. 산업금속 수요가 경제활동 참가자들의 경기 전망에 크게 연동되는 설비투자 영역에서 집중적으로 발생하는 까닭이다. 실제로 다양한 매크로 변수들 가운데서도 장기간 가장 일관성 있는 상관관계를 나타낸 지표는 미국 연방기금금리다. 도표 43을 보면 1980년 이래 S&P GSCI 산업금속 지수의 변곡점이 대체로 미국 연방기금금리의 방향전환 시점과 맞물리고 있음을 확인할 수 있다.

매크로 변수에 크게 연동한 2018년 산업금속 시장

2018년 산업금속 시장은 특히 매크로 변수의 영향력이 컸던 한 해로 평가된다. 지난 1년간 S&P GSCI 산업금속 지수는 미중 무역분쟁, 미 연준 금리인상, 달러 강세 등의 약세 요인들이 겹치며 19.0% 급락했다. 2016년 18.9%, 2017년 31.0% 상승 후 3년 만에 첫 하락이다. 반면 개별 산업금속 실물수급은 신규 광산투자 부진과 중국의 견고한 수요에 힘입어 대체로 타이트했다. 주요 전망기관들에 따르면 정련구리는 약 10만톤(총 수요의 약 0.4%), 정련아연은 약 32만톤(총 수요의 약 2.3%), 정련납은 약 12만톤(총 수요의 약 1.0%), 정련니켈은 약 15만톤(총 수요의 약 6.2%)의 공급부족을 기록할 것으로 예상된다.

산업금속은 수급 지표의 신뢰성이 낮다

지난해 산업금속 수급 지표가 시장가격과 동조되지 않은 이유는 무엇일까? 가장 유력한 설명은 위의 지표들이 실제 실물수급을 제대로 반영하지 못한다는 것이다. 예컨대 원유 시장은 재활용 시장이 존재하지 않고 비축재고의 변동이 비교적 정확하게 추적된다. 반면 산업금속 시장은 공급채널이 원광, 스크랩, 반제품 등으로 다변화돼 있어 수급 상황을 표준화하기가 쉽지 않다. 재고 파악도 용이하지 않다. 선물거래소 재고는 거래를 위해 보관 중인 재고만을 포함하는 것일 뿐이고 실수요자들이 얼마만큼의 재고를 보유하고 있는지 알기 어렵다. 이에 주요 전망기관들의 수요 추정도 일부 국가는 실질수요(real demand)가 아닌 재고 변동분을 포함한 명목수요(apparent demand)를 대상으로 하고 있다.

도표 43. 미 연방기금금리에 연동하는 구리 가격



자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 44. 3년래 가장 부진했던 2018년 산업금속 시장



자료: Bloomberg, DB금융투자

2019년에도 실물수급 공급부족은 지속되지만 폭은 축소

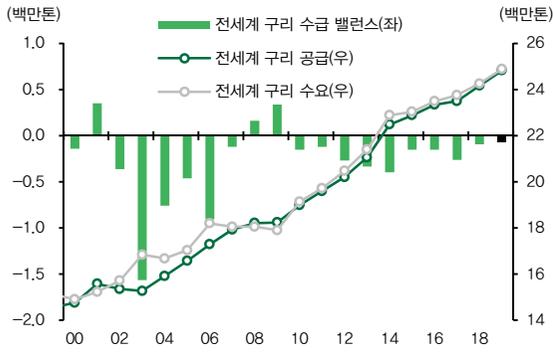
2019년에도  
공급부족 지속,  
폭은 축소

주요 전방기관들에 따르면(ICSG, ILZSG, INSG), 구리, 아연, 납, 니켈 등 주요 산업금속 시장은 2019년에도 대체로 공급부족을 이어갈 것이다. 5만톤 공급과잉으로 돌아서는 정련납 시장을 제외하고, 정련 구리는 6.5만톤, 정련아연은 7만톤, 정련니켈은 3.3만톤 공급부족을 예상한다. 중국/미국 인프라 투자 확대와 산업 환경규제 완화, 자동차 등 전방산업 개선 등으로 수요는 2019년 대비 완만하게 개선된다. 그러나 광산 신규가동 및 제가동, 정제련 능력 확대로 공급이 더 빠르게 증가하면서 공급부족 폭은 전년 대비 다소 줄어들 것으로 보인다.

구리, 아연,  
니켈 공급부족  
납 공급과잉

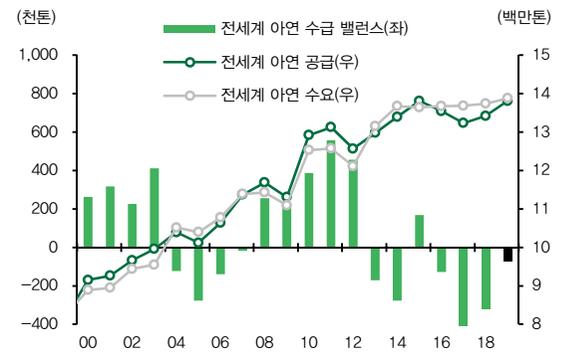
정련구리는 중국 인프라 투자 확대로 수요가 약간 개선되나(2.1%→2.6%), 공급 역시 견고한 증가세를 이어갈 전망이다(2.8%→2.7%). 정련아연 수요는 중국 산업 환경규제 완화와 인프라 투자계획에 힘입어 증가 속도가 빨라지지만(0.4%→1.1%), 베탄타 감소버그 등 신규 광산 가동으로 공급 증가율이 수요 증가율을 압도할 것이다. 정련납 수요는 자동차 배터리 수요의 완만한 회복으로 증가세가 약간 빨라지지만(0.2%→0.7%), 공급은 아연/납 광산 신규가동으로 더 큰 폭의 증가가 전망된다(0.4%→2.2%). 정련니켈은 중국 스테인리스스틸 수요 둔화로 수요 증가율이 낮아지는 반면(7.6%→3.1%), 중국과 인도네시아 니켈선철 공급 증가로 공급 증가율은 높아질 것으로 예상된다(6.5%→8.3%).

도표 45. 전세계 정련구리 수급 추이



자료: ICSG, DB금융투자 주: 2019년은 ICSG 전망치

도표 46. 전세계 정련아연 수급 추이



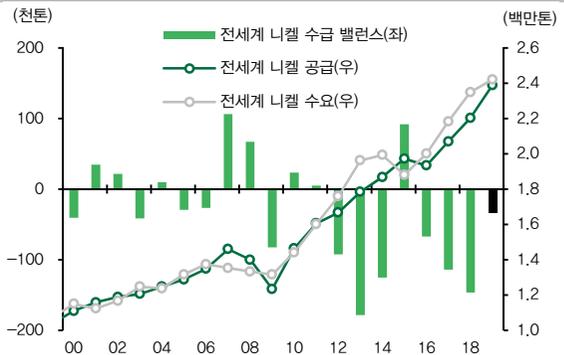
자료: ILZSG, DB금융투자 주: 2019년은 ILZSG 전망치

도표 47. 전세계 정련납 수급 추이



자료: ILZSG, DB금융투자 주: 2019년은 ILZSG 전망치

도표 48. 전세계 정련니켈 수급 추이



자료: INSG, DB금융투자 주: 2019년은 INSG 전망치

## 장기 수요에 대한 고민: 누가 중국의 뒤를 이을까?

영원히 빠르게 성장하는 나라는 없다

중국 약발이  
떨어진다

2000년대 이후 전세계 산업금속 수요 급증의 핵심 동인이 중국이었음을 모르는 사람은 없다. 2018년 기준 중국은 전세계 구리 수요의 약 52%, 아연 수요의 약 45%, 납 수요의 약 41%, 니켈 수요의 약 43%를 차지하는 세계 최대 금속 소비국이다. 지난 10여 년 동안 대부분의 분석가들이 산업금속 수요를 낙관했던 주요 근거도 중국의 높은 경제성장률과 고정자산투자 증가율이 장기간 지속될 것이라는 데 있었다. 그러나 2019년 현재 중국 경제에 대해 긍정적인 전망을 갖고 있는 분석가들은 많지 않다. 중국 실질 경제성장률은 2018년 이미 6% 중반대로 떨어졌다. 2014년까지 20%를 상회했던 고정자산투자 증가율 역시 2018년 6% 아래로 내려갔다.

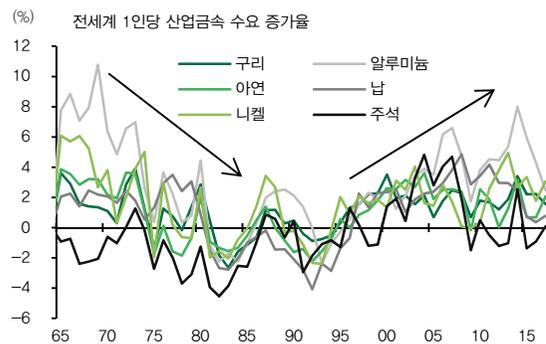
정부 주도  
인프라 투자엔  
한계가 있다

많은 시장 참여자들이 2019년 중국 인프라 투자 확대 정책에 대한 기대를 갖고 있고, 당사 역시 그러하다. 그러나 장기적으로 볼 때 이러한 부양책이 중국 산업금속 수요 증가율을 이전 수준으로 되돌릴 수 있을지는 의문이다. 중국 경제가 이미 고성장 국면에서 중성장 국면으로 이행 중인 상황에서 가장 중요한 수요 원천인 고정자산투자가 이전만큼 빠르게 늘어나기는 어렵기 때문이다. 역사적으로 대부분의 고성장 국가들이 중성장 국면에 진입하면서 성장의 중심이 인프라 투자와 설비 투자에서 소비로 이행하는 과정을 겪었다는 점을 상기해야 한다.

중국 경제구조  
변화 ⇒  
수요성장 정체

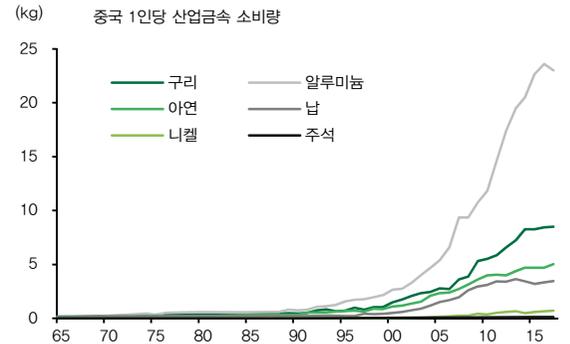
지난 70년간 전세계 산업금속 수요 추세를 살펴보면, 1950~60년대에 급격하게 증가했던 산업금속 수요가 1970~1980년대에 침체됐다가 1990년대 들어와 다시 반등하는 흐름이 포착된다. 1960년대 수요를 견인했던 중심 국가는 일본이었고, 미국과 유럽 수요도 견고한 흐름을 보였다. 1970년대 오일 쇼크를 거치며 일본, 미국, 유럽 수요가 동시에 둔화되면서 침체에 들어간 것으로 해석된다. 1990년대 이후 산업금속 수요가 반등한 핵심 요인은 단연 10%를 넘나드는 성장세를 기록한 중국의 대규모 투자였다. 그러나 이제 중국도 일본을 따라 경제구조의 변화를 겪고 있는 것으로 보인다. 중국 1인당 산업금속 소비량은 이미 2014년을 기점으로 증가세가 둔화되고 있으며, 다른 고성장 국가들의 전례를 좇아 앞으로 수년 내에 정점을 찍을 가능성이 크다.

도표 49. 중국이 주도한 1990년대 이후 산업금속 수요 성장



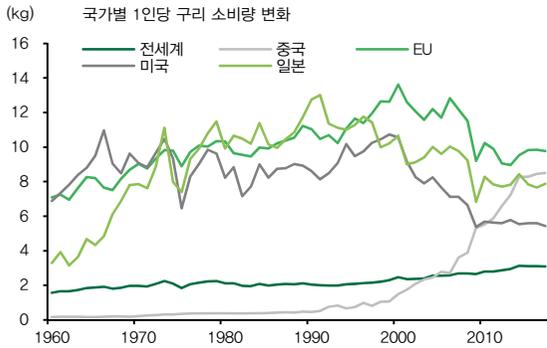
자료: WBMS, World Bank, Bloomberg, DB금융투자

도표 50. 정점을 향해가는 중국 1인당 산업금속 소비량



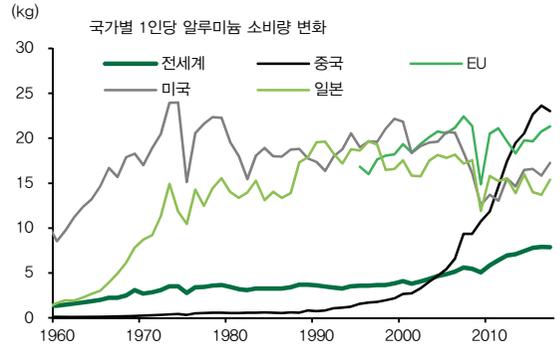
자료: WBMS, World Bank, Bloomberg, DB금융투자

도표 51. 국가별 1인당 구리 소비량 추이



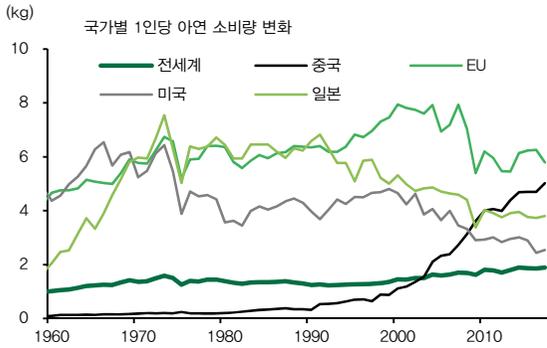
자료: WBMS, World Bank, Bloomberg, DB금융투자

도표 52. 국가별 1인당 알루미늄 소비량 추이



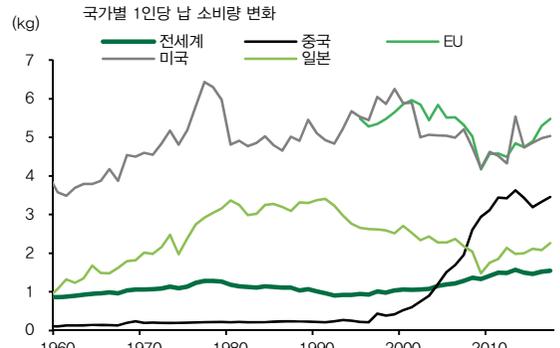
자료: WBMS, World Bank, Bloomberg, DB금융투자

도표 53. 국가별 1인당 아연 소비량 추이



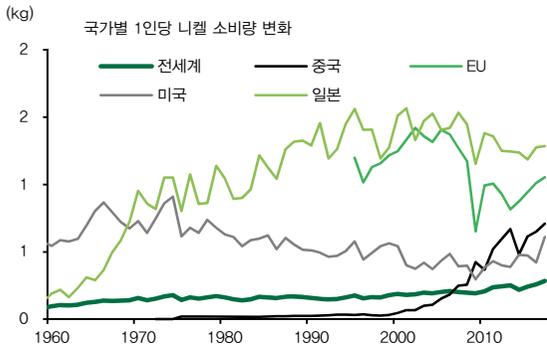
자료: WBMS, World Bank, Bloomberg, DB금융투자

도표 54. 국가별 1인당 납 소비량 추이



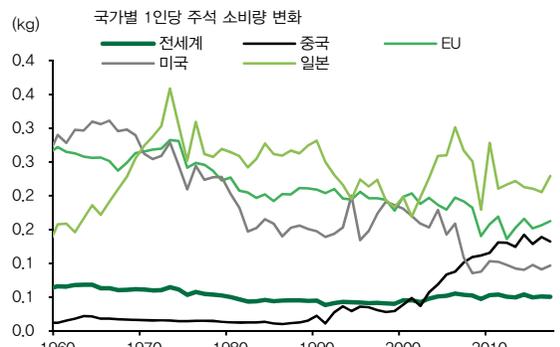
자료: WBMS, World Bank, Bloomberg, DB금융투자

도표 55. 국가별 1인당 니켈 소비량 추이



자료: WBMS, World Bank, Bloomberg, DB금융투자

도표 56. 국가별 1인당 주석 소비량 추이



자료: WBMS, World Bank, Bloomberg, DB금융투자

중국 경제구조 고도화가 산업금속 수요에 미칠 영향

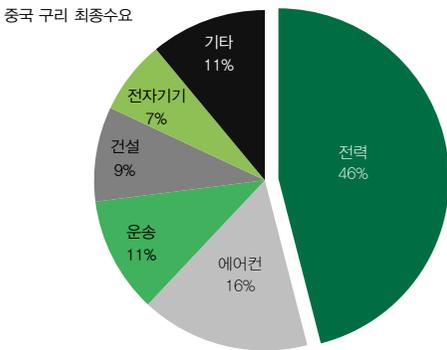
중국 산업금속 수요 중심은 투자에서 소비로 이동

중국 경제구조가 고도화되면서 향후 중국 산업금속 최종수요는 인프라와 설비투자 영역에서 소비재 영역으로 이동할 것으로 예상된다. 이러한 이행 과정에서 수요가 가장 크게 변동할 수 있는 품목은 인프라 투자 의존도가 높은 구리이다. 중국 구리 최종수요에서 가장 큰 비중을 차지하는 섹터는 전력 부문으로 약 46%를 구성하고, 그 뒤를 에어컨(16%), 운송(11%), 건설(9%) 등이 잇고 있다. 반면 전세계 정련구리 소비구조는 전력 부문 비중이 31%로 상대적으로 낮고, 건설 부문 비중이 25%로 높다. 이는 중국 구리 수요가 전력 부문 투자와 함께 성장해 왔음을 시사한다.

중국 전력망 투자 2016년을 정점으로 감소

중국 국가전력망공사(SGCC)의 연간 전력망 총 투자액은 2016년 5,426억 위안을 정점으로 완만하게 감소 중이다. 중국 발전 부문 13차 5개년 계획에서 명시한 2016~2020년 전력망 투자액 목표치가 2.5조 위안이라는 점을 감안하면, 2019년과 2020년 전력망 투자액은 5,000억 위안을 하회할 수 있다. 물론 투자 축소 자체가 전력 부문 구리 수요 감소를 시사하는 것은 아니다. 향후 2년 간은 구리 사용량이 상대적으로 많은 도시 지역을 중심으로 투자가 이뤄지므로 구리 수요가 오히려 증가할 수 있다. 다만 장기적으로 볼 때 전력망 투자가 구리 수요에 미치는 영향이 점차 축소된다는 것은 분명하다.

도표 57. 중국 구리 수요처별 비중



자료: 중국 유색금속협회, DB금융투자

도표 58. 중국 전력망 투자: 정점을 지남



자료: LME, DB금융투자

중국 건설 부문 투자도 꾸준히 둔화

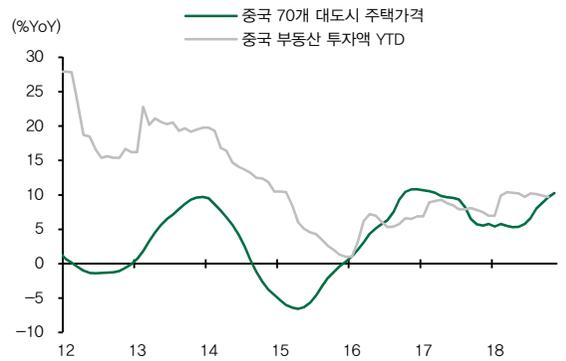
중국 산업금속 수요의 또 다른 축은 건설 부문이다. 품목 별로 보면 구리는 약 9%, 알루미늄은 약 33%, 아연은 약 40%가 건설 부문에서 수요가 창출되는 것으로 알려져 있다. 중국 고정자산투자와 마찬가지로 중국 건설투자도 지난 10년 간 지속적으로 하락했으며, 2016년 이후로는 마이너스로 전환한 상태다. 2019년에는 2H18 이후 주요도시 주택 가격 상승과 당국의 인프라 투자 확대로 중국 건설 경기가 회복세를 나타낼 것으로 예상된다. 이에 발맞춰 건설 부문의 산업금속 수요 성장세도 전년대비 빨라질 가능성이 크다. 문제는 위와 같은 순환적 반동이 구조적 성장으로 연결될 수 있느냐는 것이다.

도표 59. 중국 건설투자 증가율 2016년 이후 마이너스 지속



자료: 중국 국가통계국, Bloomberg, DB금융투자

도표 60. 중국 부동산 가격 반등은 곧 투자회복으로 연결될 것



자료: 중국 국가통계국, Bloomberg, DB금융투자

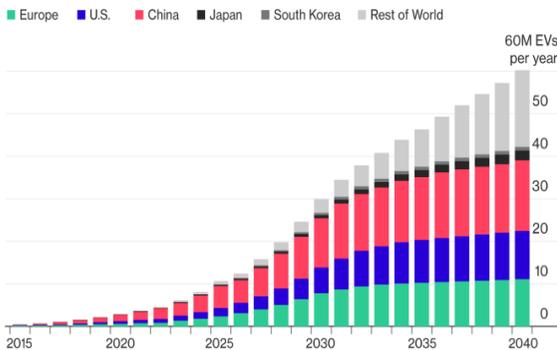
앞으로는  
운송 부문이  
가장 중요한  
수요 원천

향후 중국 산업금속 수요 성장에서 가장 중요한 섹터는 운송 부문이 될 것이다. 자동차의 전장화(구리), 고급화(아연), 경량화(알루미늄) 트렌드로 인해 자동차 소재에서 주요 산업금속이 차지하는 비중이 높아지고 있기 때문이다. 특히 중국 전기차 및 하이브리드차의 급격한 생산량 증가는 니켈 등과 같은 2차전지 핵심소재 수요를 크게 끌어올릴 수 있다. 전기차 1대당 니켈 사용량은 15kg에서 54kg에 이르며, 코발트 사용량을 줄일수록 니켈 사용량이 늘어나는 구조로 되어 있다.

2차전지가 니켈  
수요에 미칠  
영향은 지속  
확대될 것

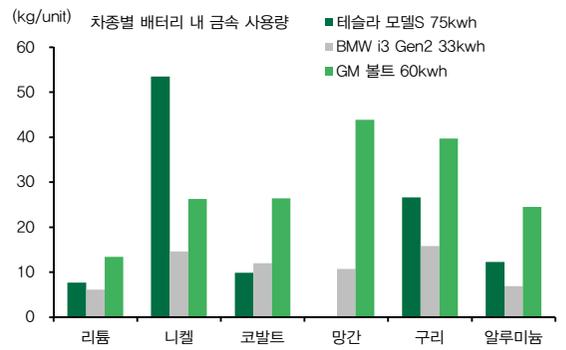
현재 정련니켈 최종수요에서 2차전지 소재 비중은 약 3%에 불과하므로, 2차전지 수요는 니켈 단기 수급에 별다른 영향을 미치지 못할 것이다. 그러나 중국 신에너지 자동차 생산량이 불과 2년 만에 46만대에서 2018년 약 120만대로 두 배 이상 증가했다는 점을 감안하면, 2차전지 수요가 니켈 시장에 미치는 영향력은 빠르게 확대될 것이다. 우리는 오는 2025~2030년 사이에 전체 니켈 수요에서 2차전지 수요가 차지하는 비중이 10%를 넘어설 것으로 보고 있다.

도표 61. 국가별 EV 및 하이브리드차 생산량 전망



자료: Bloomberg New Energy Finance, DB금융투자

도표 62. 자동차 2차전지의 주요 금속 소비량



자료: SNE Research, DB금융투자

새롭게 떠오르는 별, 인도

수요를 이끌  
가장 유력한  
차기주자는  
인도

중국 시장을 관찰함으로써 얻을 수 있는 교훈은 '대규모 설비투자를 장기간 지속할 수 있는 고속성장 국가의 출현이 산업금속 수요에 불이 붙는데 필수적인 요소라는 것이다. 그렇다면 누가 일본과 중국의 뒤를 이을 수 있을까? 인구와 경제 규모 측면에서 가장 유력한 차기 후보는 인도다. 인도 역시 2000년대 이후 고속성장을 지속해 왔지만 중국과 달리 인프라 구축, 설비 투자와 같은 고정자산 구축의 여지가 여전히 크다. 인도의 2017년 1인당 산업금속 소비량은 구리 0.4kg, 알루미늄 0.9kg, 아연 0.5kg, 납 0.4kg, 니켈 0.1kg으로 중국의 1/7~1/20 수준에 불과하다.

그러나 아직은  
기대치를  
충족하지  
못하고 있다

높은 기대에도 지난 10년 간 인도의 산업금속 수요 성장세는 지지부진한 흐름을 이어가고 있다. 1990년대 이후 중국 경제가 10%를 넘나드는 고속성장을 지속한 반면, 인도 GDP 성장률은 6~8% 수준에 머문 영향이다. 경제성장의 가장 큰 장애물은 자본투자 부족이다. 세계은행에 따르면 중국 GDP에서 총 자본형성이 차지하는 비중은 44%에 이르는 반면, 인도의 총 자본형성 비율은 GDP의 31% 수준에 그친다. 토지 소유권의 불명확성, 경직적인 노동시장과 같은 제도적 문제들과 더불어, 고질적인 전력 부족, 빈번한 운송지연 등과 같은 빈약한 인프라 환경도 자본투자를 저해하는 요소다.

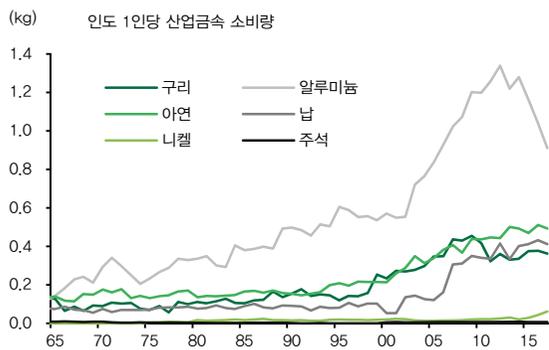
모디 정부,  
과감한 인프라  
투자계획 발표

인도 모디 정부는 2017년 발표한 경제개발 3개년 실행계획에서 인프라 환경 개선을 위해 2020/21 회계연도까지 3년간 약 8조 루피(1,152억 달러)를 투자하겠다고 밝힌 바 있다. 직전 2년간의 연간 자본투자 예산 대비 두 배 이상 늘어난 규모다. 특히 3년 실행계획의 마지막 회계연도인 2019/20 연도 예산 규모는 3.6조 루피에 달한다. 인도 정부의 과감한 인프라 투자가 궤도에 오르면 인도 산업금속 수요는 예상보다 더 빨리 고성장 추세에 진입할 것이다.

인프라 개발에  
필요한 원자재  
수입 급증  
가능성

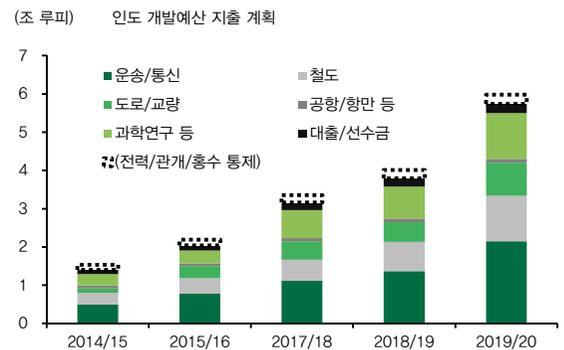
인도가 중국과 같은 성장 경로를 밟을 경우 산업금속 시장에 미칠 파급효과는 중국보다 훨씬 클 수 있다. 인도는 중국만큼 금속 자원을 풍부하게 보유한 국가가 아니기 때문이다. 전세계 매장량 대비 인도의 비중이 높은 품목은 철광석(약 5.2%), 아연(약 4.4%), 납(약 3.3%) 등이며, 티타늄, 크롬, 망간과 같은 마이너 금속의 매장량도 풍부한 편이다. 그러나 나머지 금속 매장량은 국토 면적에 비해 넉넉한 편이 아니며, 특히 전력 인프라 구축에 필수적인 구리 매장량은 미미하다. 이는 향후 인도의 전력 인프라 구축이 본격적으로 진행될 때 구리 필요량 대부분을 수입에 의존하게 될 것임을 의미한다.

도표 63. 인도 1인당 산업금속 소비량 2007년 이후 정체



자료: WBMS, World Bank, Bloomberg, DB금융투자

도표 64. 인도 2019/20 회계연도 개발예산 지출 규모 급증



자료: Niti Aayog, DB금융투자  
주: 점선은 자본예산이 아닌 지출 예산

### 신규 공급의 문제: 계획과 실행의 괴리

#### 이 가격대에서 광산 투자가 늘어날 수 있을까?

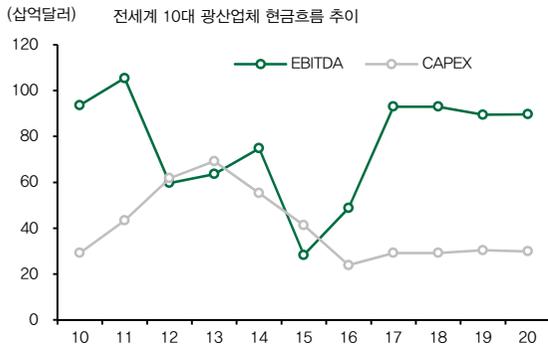
지금보다  
가격이 높아야  
투자가  
확대된다

수요 전망이 가격상승 여력을 결정한다면, 공급 전망은 가격 하방을 결정한다. 앞선 분석에서 우리는 2019년 산업금속 수요가 순환적으로 개선되었지만, 인도와 2차전지 등 신규 영역에서 의미 있는 수준의 수요가 창출되지 않으면 반등은 제한적인 수준에 그칠 것이라고 예상했다. 그렇다면 공급 측면에서 가격 지지는 확보돼 있을까? 우리는 공급에 대해서만큼은 기존의 관점을 바꾸지 않을 생각이다. 현재 산업금속 가격은 광산 생산능력의 지속적인 확장을 지지하기 어려운 수준이다. 수요 성장 추세에 맞게 개발 프로젝트들이 진행되려면 지금보다 산업금속 가격 레벨이 약간 더 높아져야 한다.

투자 확대를  
꺼리는  
광산업체들

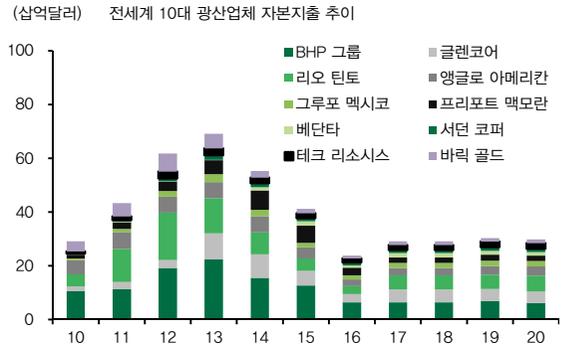
광산투자는 향후 수년 간 더딘 회복세를 보일 것이다. 2017년 전세계 10대 광산업체 EBITDA 총액은 원자재 가격 반등과 기업들의 비용 절감 노력으로 금속 가격이 폭락하기 이전 수준을 회복했다. 그러나 이 기업들의 연간 자본지출 총액은 여전히 2013년 고점의 절반 수준을 밑돌고 있다. 이는 한 차례 큰 파국을 겪은 광산업체들이 미래를 위한 투자보다는 보유한 자산을 효율적으로 운영해 현금 창출을 극대화하는데 주력하고 있음을 의미한다. 주요 기업의 사업계획과 블룸버그 컨센서스에 따르면 2019~20년 자본지출 규모도 2017~18년 수준에서 크게 달라지지 않을 것으로 전망된다.

도표 65. 광산업체 현금창출능력은 개선됐으나, 지출은 억제



자료: Bloomberg, DB금융투자  
주: 2018~2020년은 블룸버그 컨센서스

도표 66. 2019~20년에도 자본지출 총액 현 수준 유지 전망



자료: Bloomberg, DB금융투자  
주: 2018~2020년은 블룸버그 컨센서스

공급 증가를  
제한하는 또  
다른 요소는  
환경과 정치

환경규제 강화와 정치적 갈등은 광산업체의 생산능력 확장을 어렵게 만드는 또 다른 요인이다. 세계 최대 구리 생산국가 칠레는 원광 생산과정에서 배출되는 황의 총량을 95% 감축하도록 하는 규정을 2018년 말부터 적용 중이며, 빙하 주변의 광산 조업을 제한하는 규정도 검토 중이다. 2015년 이래 전 세계 광산투자를 이끌었던 페루에서는 광산 운영사의 환경오염 유발 행위와 지역발전투자 불이행으로 광산기업과 지역 주민간의 갈등이 빈발하고 있다. 인도네시아에서는 프리포트 맥모란이 당국의 압박으로 세계 2위 구리 광산인 그라스버그 지배권을 국영 광산기업에 양도했다. 세계 2위 니켈 원광 생산국인 필리핀은 2012년 단행한 신규 광업 프로젝트 허가 중단 조치를 연장하고, 생산량에 따라 광산 채굴가능 면적을 제한하는 새로운 규정을 도입했다. 아프리카 2위 구리 생산국가인 잠비아는 2019년 1월부터 광업 로열티를 최소 1.5%p 인상하기로 했다.

구리: 2021년 이후 광산 공급능력 급증 전망, 그러나 여전히 큰 불확실성

올해는 3년 전 투자 위축 영향 극대화

일반적으로 광산 생산능력 증가율은 구리 가격에 3~4년 후행하는 경향을 보인다. 최종투자결정 시점과 광산 신규가동 시점 사이에 상당한 시차가 존재하기 때문이다. 이런 논리로 접근하면 2019년은 2014~16년 구리 가격 급락에 따른 투자 위축의 영향력이 극대화되는 시기가 될 것이다. 올해 광산 생산능력 증가율은 0.7%(약 17만톤)에 그칠 전망이다, 연내 신규 가동이 이뤄지는 대규모 광산은 퍼스트 퀀텀사의 Cobre Panama(연 35만톤, 올해 15만톤 생산 목표)가 유일하다. 그러나 하반기 랩업업을 개시할 예정인 이 광산은 최근 퍼스트 퀀텀사가 파나마 대법원으로부터 광산개발권 계약 무효 판결을 받으면서 가동이 지연될 가능성이 높아졌다. 세계 2위 광산 인도네시아 Grasberg(연 70만톤)와 세계 14위 광산 칠레 Chuquibambilla(연 14만톤)의 지하화 공사로 인한 가동 축소도 예정돼 있다.

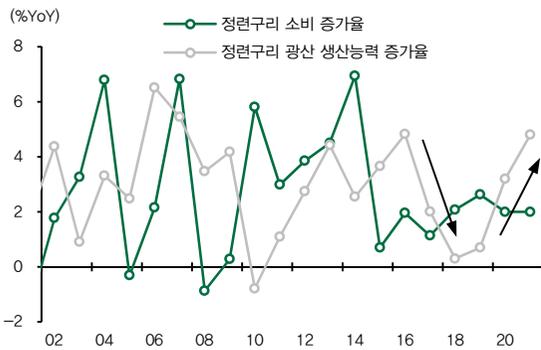
단기 공급은 타이트, 중장기 공급은 증가

2019년 구리 수요 증가율 전망치를 2.7%로 보면, 올해 수급 균형을 달성하기 위해 필요한 광산 신규 공급량은 65만톤에 이른다. Cobre Panama의 신규 가동이 지연되거나 기존 광산에서 돌발적인 생산 차질이 발생할 경우 공급부족 규모가 크게 확대될 수 있다. 반면 페루 Tia Maria, 호주 Olympic Dam Expansion 등 대형 프로젝트가 가동을 개시할 2021년 이후 구리 수급은 공급과잉으로 돌아설 가능성이 있다. 올해 지하화 공사에 들어간 광산들의 완공 시점도 도래한다. 인도 구리 수요가 기대만큼 빠르게 증가하지 않는다면, 3년 뒤 구리 가격은 또 다시 큰 부침을 겪게 될 것이다.

여전히 많은 불확실성 요소들

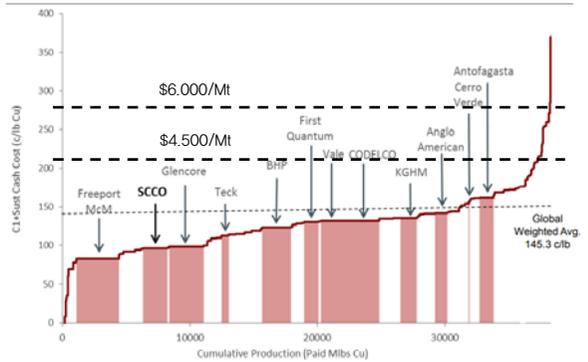
광산 공급 추정에서 큰 난관은 각국 정부의 환경 규제 강화, 정치적 갈등과 같은 요소들이 광산투자에 얼마나 큰 파급효과를 미칠지 추산하기 어렵다는 점이다. 초대형 광산 프로젝트를 추진하기 위해서는 대규모 투자가 필요하며, 규제 강화와 지역주민들의 반발로 인해 비용이 늘어나는 일도 비일비재하다. 무인화 설비를 도입한 프로젝트들의 경우 대량해고를 우려하는 노동자들의 반발로 완공 일정이 지연될 가능성도 배제할 수 없다. 여기에 2018년 하반기 구리 가격 급락은 위와 같은 문제들을 더욱 복잡하게 만들 수 있다. 당시는 전세계 구리 생산량의 10%가 손익분기점을 넘기지 못하는 톤당 \$4,500 이하 가격 수준에서는 현재 진행 중인 프로젝트 대부분이 지연될 것으로 본다. 또한 \$5,500~\$6,000 선에서는 투자비가 높은 지하화 프로젝트 중 일부에서 차질이 발생할 것으로 예상된다.

도표 67. 구리 광산 생산능력 증가율 2년 공백 후 재차 상승



자료: ICSG, DB금융투자

도표 68. 2017년 전세계 구리 C1 Cost Curve



자료: Southern Copper, Wood Mackenzie, DB금융투자

아연: 2019년 신규 광산 가동으로 원광 공급 급증

대형 신규  
아연광산  
가동 개시 및  
램프업

아연은 광산업체들의 선제적인 감소 덕에 산업금속 6개 품목 중 가장 이른 2016년 초부터 상승했다. 이로 인해 아연 광산 공급은 구리와 정 반대의 양상이 전개될 전망이다. 즉, 2019년에 가장 빨리 늘어나고, 2020년 이후로는 다시 증가율이 낮아진다. 2019년 전세계 아연 광산 생산량은 호주 Century Tailings(연 27.3만톤), 남아공 Gamsberg(연 25만톤)의 램프업과 휴면 광산들의 재가동이 이뤄지며 6% 이상 증가할 것으로 예상된다. 반면 2020년 이후에는 나미비아 Skorpio, 호주 Endeavor 등의 노후 광산 폐쇄가 이어지며 증가율이 다시 1%대로 내려갈 것이다.

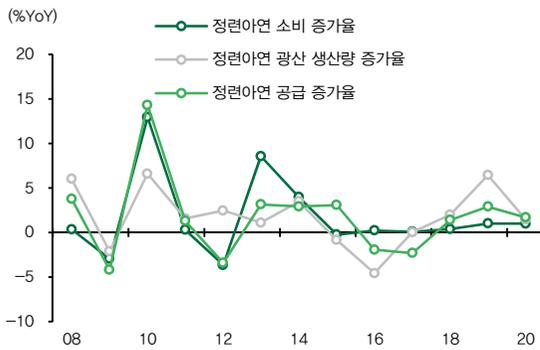
정련아연 수급  
전년대비 완화,  
정제련 비용  
상승 지속

아연 공급 전망에서 주목할 점은 두 가지다. ①2016년 이후 3년 동안 지속됐던 타이트한 정련아연 공급 상황이 단기적으로 완화될 가능성이 있다. 아연의 최대 수요 채널인 도금강판은 건설업과 자동차 산업의 영향을 크게 받는다. 구리, 니켈 등과 달리 새로운 수요를 기대할 게 없고 전통산업 의존도가 높다는 것이 아연 시장의 가장 큰 약점이다. ②그럼에도 2019년 광산 공급의 급격한 증가는 침체됐던 정제련 수요의 반전을 가져올 것이다. 최소한 2020년까지는 광산 공급량이 정제련 공급량을 상회하는 흐름이 이어질 것으로 보인다. 이는 정제련 수수료의 반등 기조를 지지하는 요인이다.

아연 가격의  
핵심변수는  
여전히 공급

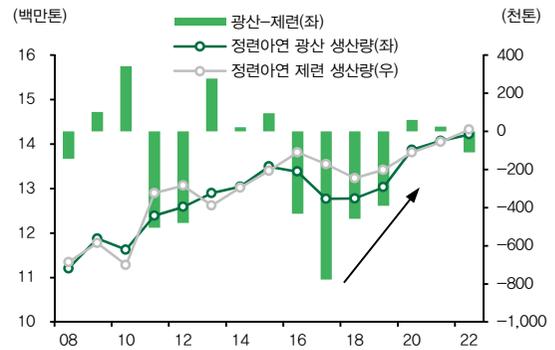
요컨대 중국과 미국의 인프라 투자가 건설 수요를 크게 끌어올리지 못하면 2019년 아연 시장은 재미 없는 흐름을 나타낼 것이다. 그럼에도 우리는 장기적인 관점에서 아연에 대해 긍정적인 전망을 갖고 있다. 아연 수요가 폭발적으로 늘어나기도 어렵지만, 그렇다고 급감하기도 어렵다. 반면 수요에서 기대할 만한 점이 없다는 사실은 향후 광산 투자가 크게 늘어나지 않을 것이라는 뜻도 된다. 3년 전이나 지금이나 아연 가격을 결정 짓는 요체는 광산 공급의 변화다. 광산 공급 증가율이 낮아지는 시점에서 아연 가격은 다시 한 번 큰 폭의 상승을 시험할 수 있다.

도표 69. 2019년 아연 광산 공급 6%대 급증



자료: ILZSG, DB금융투자  
주: 2019~2020년은 ILZSG 전망치

도표 70. 2019년 광산 공급량이 정제련 공급량을 상회



자료: ILZSG, DB금융투자

납: 아연을 따라 증가하는 광산 공급

대형 아연/납  
광산 가동으로  
공급 증가 폭  
확대

ILZSG에 따르면 2019년 납 광산 생산량은 캐나다 Coeur, 남아공 Gamsberg 등 신규 광산 가동으로 전년대비 4.1% 증가한 477만톤을 기록할 전망이다. 2017년에는 1.4% 감소, 2018년에는 0.4% 감소한 바 있다. 일반적으로 납은 아연의 부산물로 산출돼 아연 생산량 증가는 납 생산량 증가로 이어진다. MMG의 Dugald River, New Century의 Hellyer Tailings 등 2017년에 가동을 시작한 아연 광산들의 생산량 증대도 예정돼 있다. 반면 2019년 정련납 생산량은 중국 환경규제 강화에 따른 재생납 생산량 감소와 Doe Run의 Herculaneum과 la Oroya 제련소 가동중단으로 광산 생산량보다 낮은 2.2%의 증가율(1,184만톤)에 그칠 것으로 예상된다.

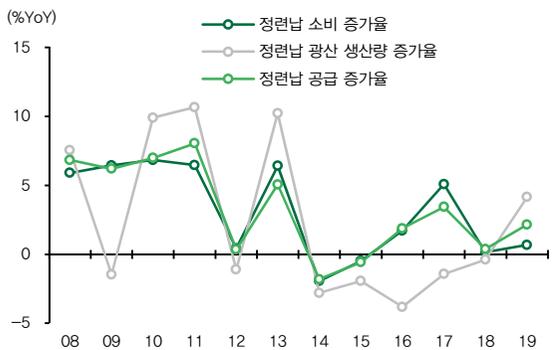
교체 수요가  
납 배터리  
수요를 견인

ILZSG는 전세계 자동차 및 전기자전거 판매량 둔화에 근거해 2019년 정련납 소비량이 전년대비 0.7% 늘어난 1,179만톤에 그칠 것으로 보고 있다. 이러한 예상이 맞다면, 2019년 정련납 시장은 5만톤 내외의 공급과잉을 기록할 것이다. 그러나 이러한 예상은 배터리 교체수요를 과소평가한 것일 수 있다. 정련납 수요의 약 80%는 배터리에서 발생한다. 자동차 배터리는 신차용과 교체용으로 나뉘고, 교체용이 전체 시장의 40%를 구성하므로 자동차 배터리용 납 수요는 자동차 업황에 덜 민감한 특성을 보인다. 전기자전거 역시 주기적으로 교체 수요가 발생한다. 여기에 미국, 중국 등의 통신 인프라 확충에 따른 기지국용 배터리 수요도 무시할 수 없다. 전기차 확산에 따른 납축전지 수요 축소는 장기적인 이슈이고 향후 5년 내에는 큰 영향을 미치지 못할 것이다. 위와 같은 논리에 의거해 우리는 2019년 전세계 정련납 수요가 전년 대비 1~2% 늘어날 것으로 보고 있다.

아연의 부산물  
이라는 점이  
공급 불확실성  
확대에 기여

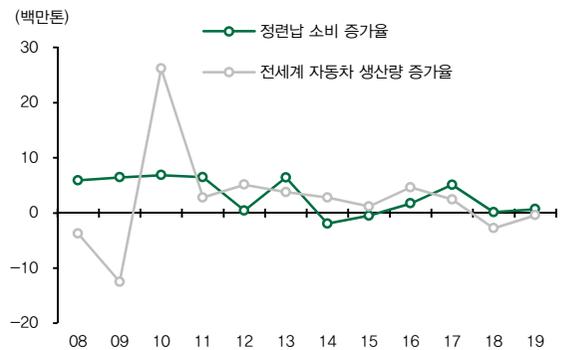
전체적으로 보면 2019년 정련납 수급은 균형 또는 소폭의 공급과잉을 나타낼 것으로 보인다. 그러나 현 시점에서 광산 생산량에 대해 확신을 갖기에는 많은 불확실성들이 존재한다. 특히 하반기 가동 예정인 베단타의 거대 프로젝트 Gamsberg의 램프업 개시 시점이 정련납 수급에 상당한 영향을 미칠 것이다. 아연의 부산물로 생산돼 자체적인 공급조절이 어렵다는 점 때문에 납 시장은 당분간 불안정한 흐름을 이어갈 것이다. 다만 많은 이들이 생각하는 만큼 상황이 나쁘지는 않다.

도표 71. 2019년 납 광산 공급 4% 이상 증가



자료: ILZSG, DB금융투자  
주: 2019~2020년은 ILZSG 전망치

도표 72. 자동차 생산량에 크게 연동하지 않는 납 소비



자료: Oica, IHS Automotive, ILZSG, DB금융투자  
주: 2019년은 전망치

니켈: 공급증가 전망치가 과대 추정돼 있다

2019년 광산  
공급 증가율  
축소 전망

INSG에 따르면 2019년 니켈 광산 생산량은 2.4% 증가한 224만톤에 그칠 전망이다. 2017년 인도네시아가 니켈 원광 수출을 재개한 이후 광산 공급량은 2017년 8.8%, 2018년 5.4%로 높은 증가율을 나타냈다. 그러나 올해는 필리핀 광산 환경규제 지속과 광산 신규가동 감소로 인해 생산량 증가 추세가 크게 둔화될 것으로 예상된다. 한편으로 다시 톤당 \$11,000대로 내려온 니켈 가격이 광산 생산량을 저해할 가능성이 있다. 전세계 니켈 광산 생산물량의 약 10%는 현재 니켈 가격 수준에서 이익을 내기 어려운 것으로 알려져 있다.

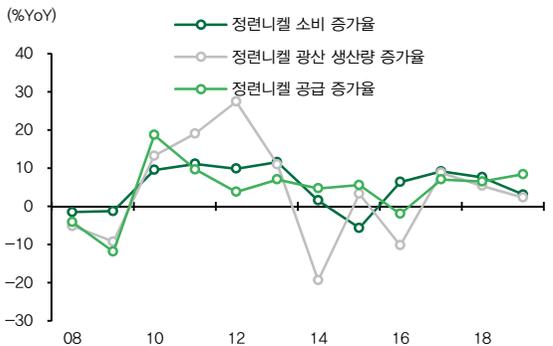
INSG 전망치는  
정련니켈 공급  
과대평가

INSG는 2019년 전세계 전세 1차니켈(정련니켈+니켈선철) 생산량이 전년대비 8.4% 급증한 239만톤을 기록할 것으로 예상했다. 인도네시아와 중국에서 니켈선철 생산량이 급증할 것이라는 전망을 반영하고 있다. 2017년 인도네시아 니켈 원광 수출이 재개된 이후 중국 니켈선철 생산량은 가파른 증가 추세를 지속 중이다. 그러나 경기둔화와 미중 무역분쟁 여파로 전방산업인 스테인리스스틸 수요가 2~3%선의 낮은 증가율을 나타내는 상황에서 원재료인 니켈선철 생산량만 계속 가파르게 증가하기는 어려울 것이다. 우리는 2019년 전세 1차니켈 생산량이 INSG의 전망치보다 현저히 낮은 5% 내외의 증가율을 기록할 것으로 예상된다. 이를 반영하면, 2019년 정련니켈 시장의 공급부족 폭은 3.3만톤에서 10만톤 이상으로 확대될 수 있다.

황산니켈 설비  
증가는 STS  
소재 공급  
축소로 연결

니켈 공급에서 주목해야 할 또 다른 이슈는 황산니켈 플랜트 건설이다. 전기차 배터리의 핵심 소재인 황산니켈은 2018년 전세계에서 약 70만톤이 생산된 것으로 추정된다. 2019년 중국 칭산은 인도네시아에서, BHP빌리톤은 서호주에서 각각 5만톤, 10만톤의 황산니켈 설비를 신규 가동한다는 계획을 발표했다. 특히 칭산은 7억 달러를 들여 불과 1년 만에 황산니켈 생산에 부적합한 라테라이트 원광을 황산니켈로 전환하는 HPAL 설비를 구축한다는 야심찬 계획을 내놓은 바 있다. 이런 설비들은 전체 니켈 생산능력을 늘리는 것이 아니라, 기존 생산설비를 전환하는 형태로 가동된다. 따라서 황산니켈 플랜트 수가 증가하면, 스테인리스스틸 생산에 필요한 니켈 원광과 니켈선철 공급량이 감소할 수 있다.

도표 73. INSG, 2019년 8%대 정련니켈 공급증가율 전망



자료: INSG, DB금융투자  
주: 2019년은 INSG 전망치

도표 74. 중국 1차니켈 생산량은 수요 대비 너무 많다



자료: 중국 국가통계국, 해관총서, Wind, DB금융투자

## 2019년에 주목할 산업금속 이슈 정리

### 상승 여력이 가장 큰 품목은 구리

현재 가격 수준에서 하락 위험은 작다

마지막으로 산업금속 가격의 단기 방향성을 기쁘고자 하는 투자자들을 위해 2019년에 주목해야 할 품목별 이슈들을 아래에 정리한다. 전반적으로는 중국과 미국의 무역 긴장 완화, 주요국의 재정정책 확대 기대로 2018년 대비 산업금속 수요자들의 경기전망이 개선될 것으로 예상된다. 현재 가격 수준에서 하방 압력은 크지 않으며, 매크로 변수 호전이 확인될 경우 산업금속 시장은 의외의 랠리를 펼칠 수 있다. 다만 상승 폭에 대한 기대치는 2010년이나 2017년보다 낮다.

올해 상승 여력은 구리가 가장 크다

개별 품목 중에서 구리의 단기 상승여력이 가장 크다. 상반기 칠레 주요 광산의 탈황설비 구축을 위한 가동 중단. 인도 Grasberg, 칠레 Chuquicamata 등 주요 광산의 지하화/무인화 프로젝트를 둘러싼 노사갈등 격화 가능성이 구리 광산 공급을 위협할 수 있다. 2019년 가동 예정인 신규 프로젝트 중 생산 능력이 가장 큰 파나마 Cobre Panama의 완공 지연 가능성도 고려해야 한다. 올해 중국 도시 지역 전력 인프라 투자 확대 계획을 감안하면 올해 중국 구리 수요가 위축될 가능성은 낮다.

반면 아연의 가격 모멘텀은 단기적으로 축소

단기 상승여력이 가장 작다고 판단하는 품목은 아연이다. 2016년 이래 아연 가격의 상대적 강세를 이끌었던 요인은 명백히 광산 공급의 위축이었다. 그러나 올해는 남아공 Gamsberg, 호주 Century Tailings를 위시한 거대 광산들의 공급 증가가 예정돼 있다. 정련아연 공급 최근 정제련 수수료 상승으로 전년대비 증가율이 확대될 전망이다. 중국 인프라 투자 확대로 아연 수요가 획기적으로 증가하지 않는다면 2019년 정련아연 공급부족 폭은 2018년보다 크게 축소될 것이다.

도표 75. 2019년 산업금속 품목별 주목해야 할 이슈들

품목	구분	세부 내용
구리 (↑)	강제 요인	- 광산 무인화로 노사 갈등 확대. 광산 환경규제 강화. 구리 가격 하락에 따른 프로젝트 지연 - 중국 도시 지역 전력 인프라 투자 증가, 미국 재정정책 확대
	약세 요인	- 공급차질 빈도 축소. 광산 임금협상 순조로운 합의 - 무역전쟁으로 인한 중국 경기의 가파른 위축
	그 외 주목할 변수	- 퍼스트 퀀텀 사의 Cobre Panama 프로젝트 지연 가능성 - 미 연준 기준금리 인상 기조 유지. 달러 강세와 위안화 약세
아연 (→)	강제 요인	- 극도로 낮아진 거래소 재고, 신규 광산 프로젝트 지연 - 중국 인프라 투자 확대, 자동차 생산량 회복으로 도금강판 수요 예상 밖 증가
	약세 요인	- 대규모 신규 광산 공급. 최근 정제련 수수료 상승에 따른 정련아연 공급 증가 폭 확대 - 중국 경기 위축. 무역전쟁으로 인한 도금강판 교역량 감소
	그 외 주목할 변수	- 높은 가격으로 인한 알루미늄 등으로의 도금 소재 대체 가능성
납 (→)	강제 요인	- 중국 환경규제 강화로 인한 재생납 생산량 축소 - 중국 소비 확대 정책으로 자동차 판매량 회복
	약세 요인	- 대형 아연/납 광산 신규 가동에 따른 광산 공급 증가
	그 외 주목할 변수	- 내연기관 자동차에서 전기차로의 이행 속도
니켈 (↑)	강제 요인	- 손익분기점을 하회하는 광산들의 생산량 감축. 생산비용 상승. 황산니켈로의 설비 전환 - 석유화학 설비투자 확대에 따른 스테인리스강 수요 증가
	약세 요인	- 중국 경기둔화와 무역전쟁 심화
	그 외 주목할 변수	- 청산 인도네시아 HPAL 프로젝트 일정 지연 가능성

자료: DB금융투자

## V. 정유: 아직은 아니다

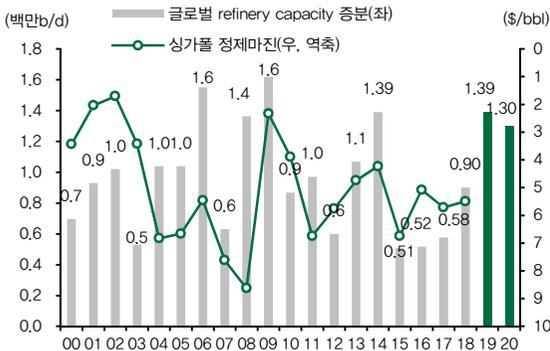
### 펀더멘털 대비 과도하게 하락한 정제마진, 등경유 중심의 반등 예상

19년 정제설비 순증설 139만b/d 수준. 글로벌 석유 수요 순증과 유사한 수준

정제설비  
순증설은  
수요와 유사

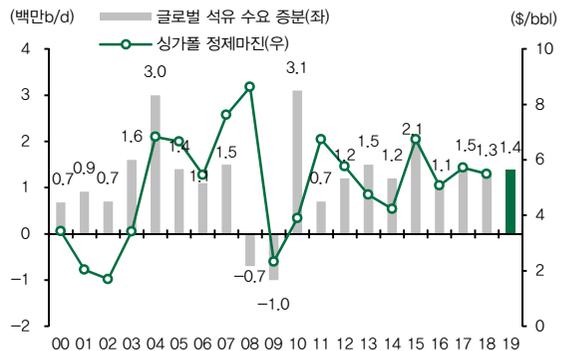
글로벌 경기 둔화에 따른 수요 위축 가능성 대두, 19년/20년 연간 정제설비 순증설이 130만b/d 이상으로 증가하면서 정유의 down-cycle 진입에 대한 우려가 커지고 있다. 때마침 정제마진도 급락하고 있으니 우려가 커질 수 밖에 없는 것은 당연하다. 하지만 당사는 최근 정제마진 급락, 그 중 경유 마진 급락은 일시적이라는 판단이다. 순증설 규모가 확대되는 것은 부인할 수 없는 사실이나 수요 레벨을 웃도는 수준이 아니며, 석유 제품별로 보면 휘발유 수요 둔화는 지속되고 있지만 등경유 중심의 수요 개선은 지속되고 있고, 글로벌 정제설비의 투입원유가 경질화됨에 따라 등경유 공급량이 크게 증가하기 어려운 상황임은 달라진게 없다. 미국을 중심으로 한 OECD 등경유 재고가 여전히 낮은 가운데 12월 한달간 급락한 등경유 마진은 펀더멘털을 반영하여 빠르게 반등할 가능성이 높다.

도표 76. 글로벌 정제설비 순증설 19년 +139만b/d



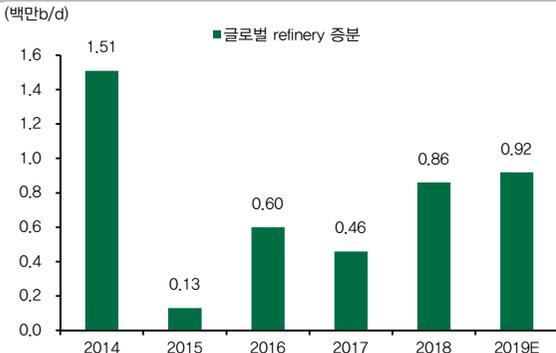
자료: Bloomberg, BA, IEA, OPEC, Petronet, 산업자료, DB금융투자

도표 77. IEA, 글로벌 석유 수요 증분 19년 +140만b/d



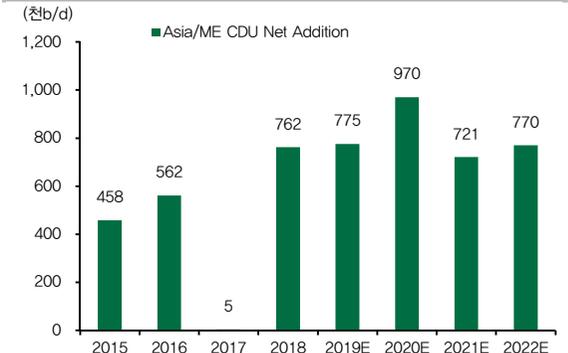
자료: Bloomberg, EIA, IEA, OPEC, Petronet, 산업자료, DB금융투자

도표 78. S-Oil 전망: 글로벌 정제설비 순증설 추이



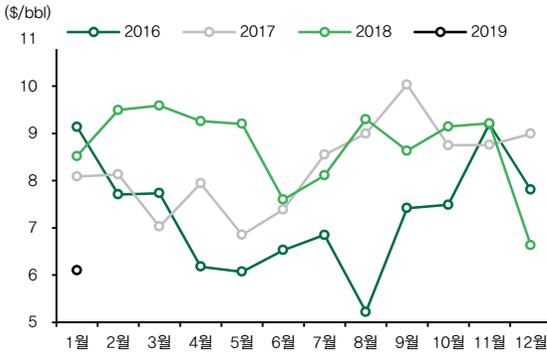
자료: S-Oil, DB금융투자

도표 79. Thai Oil 전망: 아시아/중동 정제설비 순증설 추이



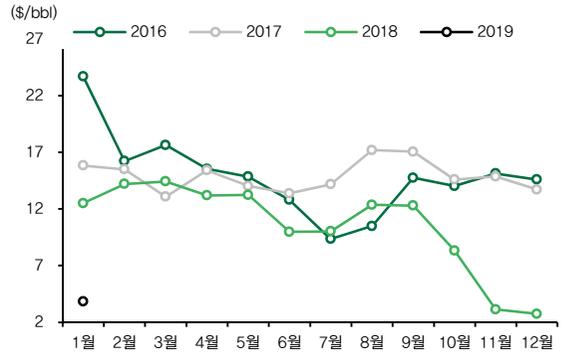
자료: Thai Oil, DB금융투자

도표 80. S-Oil complex: 12월 급락



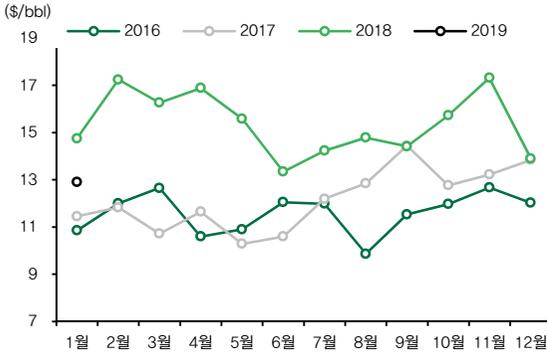
자료: Bloomberg, EIA, IEA, OPEC, Petronet, DB금융투자

도표 81. 휘발유 마진: 11월 급락이후 여전히 낮은 수준



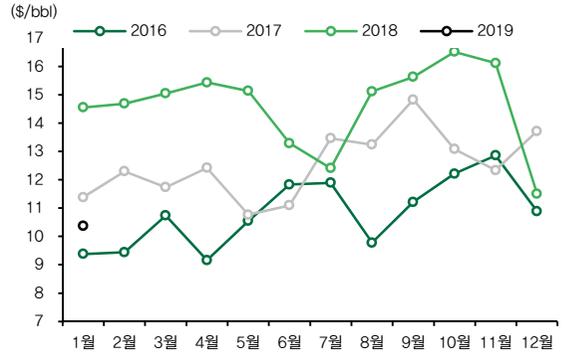
자료: Bloomberg, EIA, IEA, OPEC, Petronet, DB금융투자

도표 82. 항공유 마진: 12월 급락



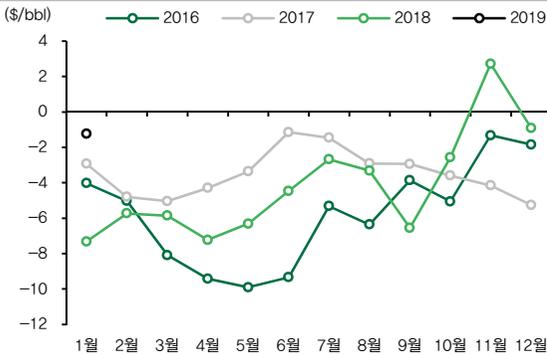
자료: Bloomberg, EIA, IEA, OPEC, Petronet, DB금융투자

도표 83. 경유 마진: 12월 급락, 09,2월 이후 월평균 최대낙폭



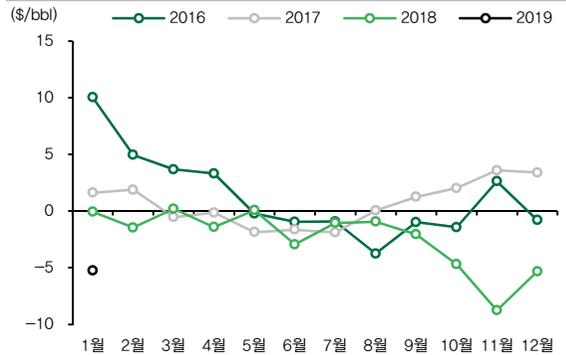
자료: Bloomberg, EIA, IEA, OPEC, Petronet, DB금융투자

도표 84. B-C 마진: 유가 급락 이후 높은 수준 유지



자료: Bloomberg, EIA, IEA, OPEC, Petronet, DB금융투자

도표 85. 납사 마진: 휘발유와 동조



자료: Bloomberg, EIA, IEA, OPEC, Petronet, DB금융투자

휘발유 마진의 하락 원인: 휘발유 수요 둔화, WTI-Dubai 괴리 확대

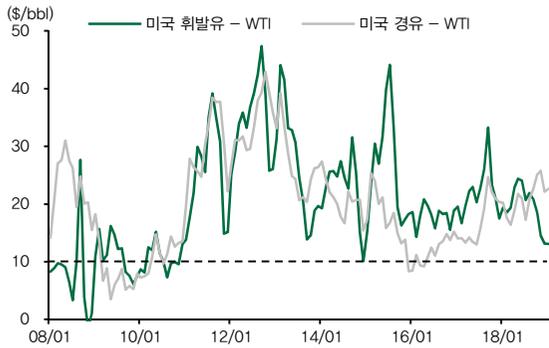
투입유 경질화,  
수요 둔화로  
휘발유 마진 ↓

휘발유 마진 급락은 글로벌 정제설비 투입원유의 경질화에 따른 공급 증가, 그리고 수요 둔화가 원인이다. 전체 자동차 판매 둔화, 전기차 판매 증가에 따른 수요 우려는 어제 오늘 일이 아니지만 글로벌 경기 둔화 우려가 깊어지며 휘발유 마진 급락은 갑자기 찾아왔다. 싱가포르 휘발유 마진은 18.12월 평균 \$2.7/bbl로 08.12월 금융위기 이후 가장 낮은 수치다.

WTI-Dubai  
괴리 확대  
상대적인  
아시아 휘발유  
마진 약세

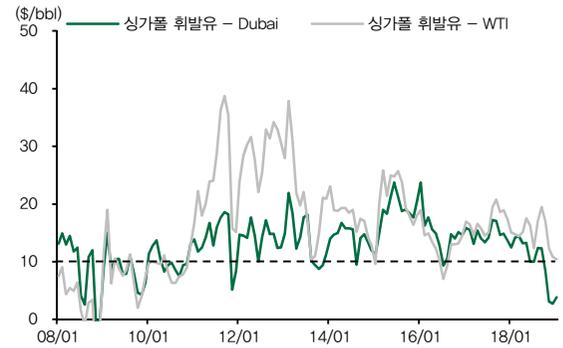
특히 싱가포르 휘발유 마진의 급락은 'OPEC 생산량 둔화 vs. 미국 원유 생산량 증가'에 따른 WTI-Dubai 괴리의 확대 영향도 크다. WTI의 Dubai 대비 할인폭이 18.10월부터 \$8~9/bbl로 확대됨에 따라 미국 정유사들의 휘발유 마진은 싱가포르 휘발유 마진 대비 상대적으로 높아졌기 때문이다. 18.12월 평균 미국 Gulf 휘발유 가격은 \$62/bbl로 싱가포르 휘발유 평균 \$59/bbl 대비 \$3 높았지만 WTI와 Dubai의 원가 차이 때문에 미국 휘발유 마진은 \$13.2/bbl에 달했다. 물론 미국 휘발유 마진 \$13/bbl은 2010년 이후 최하단 수준이기에 미국 정유사들의 고위 가동률은 점진적으로 조정될 가능성이 높다. 또한 통상적으로 연초 2~3월 미국 정유사들의 정기보수 시즌으로 돌입하기에 단기적으로 휘발유 공급 부담은 완화될 것으로 예상된다.

도표 86. 미국 휘발유 마진은 2010년 이후 최하단 수준



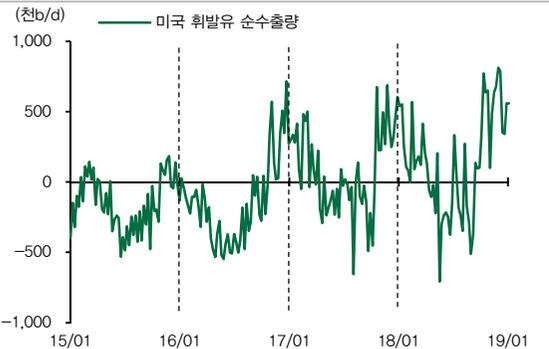
자료: Bloomberg, EIA, IEA, OPEC, Petronet, DB금융투자

도표 87. WTI-Dubai 괴리 확대로 유종별 마진 차이 나타남



자료: Bloomberg, EIA, IEA, OPEC, Petronet, DB금융투자

도표 88. 미국 휘발유 비수기: 동절기 순수출량 확대



자료: Bloomberg, EIA, IEA, OPEC, Petronet, DB금융투자

도표 89. 미국 정제가동률은 18년말 97%, 2~3월 정기보수



자료: Bloomberg, EIA, IEA, OPEC, Petronet, DB금융투자



경유 마진의 하락 원인: 경기 둔화 우려 부각에 따른 단기 급락, 중국의 12월 수출 증가?

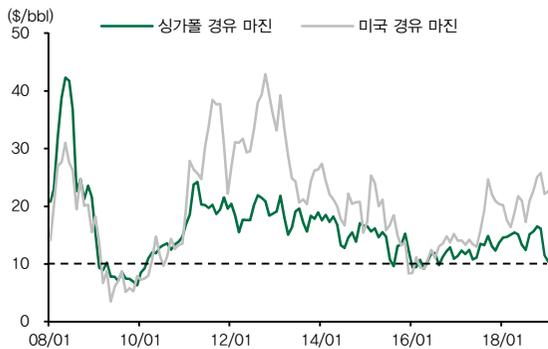
18.12월 경유 마진 하락 폭은 09.2월 이후 최대

18.12월 평균 싱가포르 경유 마진은 \$11.5/bbl로 11월 대비 MoM -\$4.6/bbl 하락했는데, 이는 09.2월 이후 최대 낙폭이다. 경유 마진의 급락 원인은 경기 둔화 우려 부각에 따른 하락으로 미루어 짐작하고 있지만 주목할 점은 미국 경유 마진은 여전히 견조했다는 점이다. 18.12월 평균 미국 경유 마진은 \$22.1/bbl이었으며 WTI의 Dubai 대비 할인폭 \$8.1을 제해도 \$14/bbl 수준이었다.

미국 경유 수요 견조, 등경유 수급타이트는 여전히

미국이 18년 기준 최대 정제가동률을 시현했지만 미국의 18년 하반기 경유 순수출량은 17년 대비 오히려 감소했으며 이는 미국 경유 수요가 예상보다 견조하다는 반증이다. 또한 미국 경유 재고는 휘발유와는 달리 동기간 4년래 최저치를 시현하고 있음을 염두하자. 중장기적으로도 미국 원유 생산량 증가는 투입 원유의 경질화를 의미하며 이는 등경유 생산량 증가가 쉽지 않음을 뜻한다. 휘발유 yield가 50%를 상회하는 미국 정유사가 등경유 생산을 늘리기 위해서는 상대적으로 비싼 중질원유를 구매해야 하는데 이는 자체 원가를 높이는 방법으로 쉽게 선택하기 어려운 대안이다. 등경유 공급 타이트에 따른 마진 강세는 유지될 가능성이 높다.

도표 94. 싱가포르 경유 마진 급락 vs. 미국 경유 마진 견조



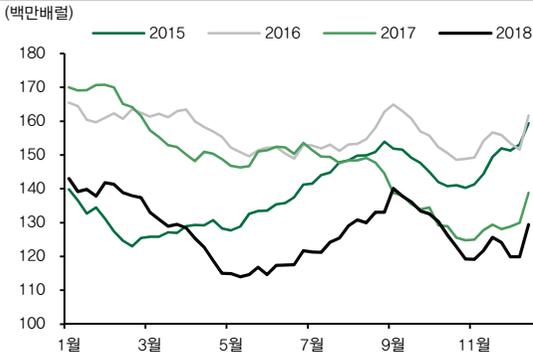
자료: Bloomberg, EIA, IEA, OPEC, Petronet, DB금융투자

도표 95. 싱가포르 항공유 마진 급락 vs. 미국 항공유 마진 견조



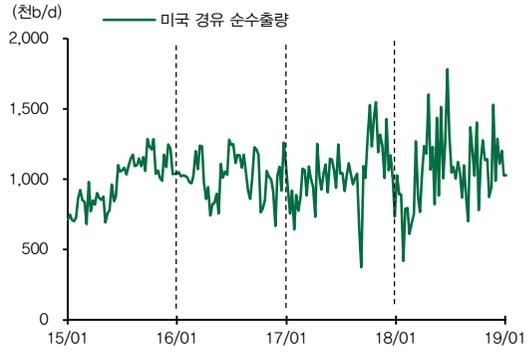
자료: Bloomberg, EIA, IEA, OPEC, Petronet, DB금융투자

도표 96. 미국 경유 재고는 동기간 4년래 최저치



자료: Bloomberg, EIA, IEA, OPEC, Petronet, DB금융투자

도표 97. 미국 경유 순수출량 17년말 대비 오히려 감소



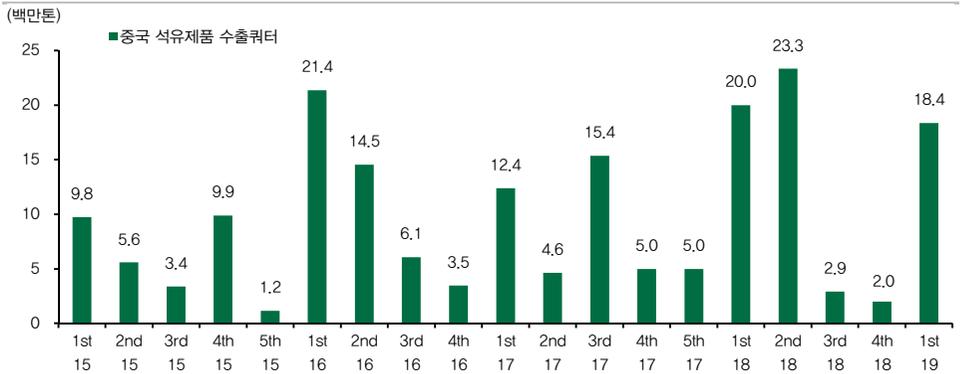
자료: Bloomberg, EIA, IEA, OPEC, Petronet, DB금융투자

12월 경유 마진은 왜 급락했을까? 중국 때문이다.

12월 경유  
마진 급락은  
중국 수출 급증  
때문으로 판단

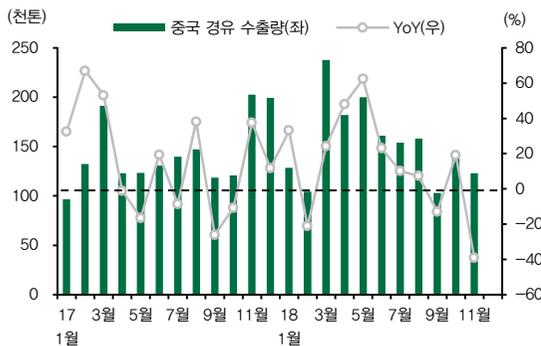
중국의 18년 석유제품 수출쿼터는 총 4,826만톤으로 17년 대비 14% 증가했다. 당초 2차 수출쿼터를 18.5월에 예년 대비 1달 이상 늦게 발표하면서 마지막 쿼터라 언급했던 것과 달리 3차 수출쿼터 293만톤이 10월말에 추가되었고 4차 수출쿼터 200만톤이 11월말에 재차 추가되었다. 중국의 18.11월 누적 석유제품 수출은 휘발유 1,158만톤(YoY+24.2%), 경유 1,695만톤(YoY+11.1%), 항공유 1,314만톤(YoY+14.3%)이었는데 그렇다면 18.12월 잔여쿼터는 합산 기준 659만톤(vs. 중국 18년 월평균 수출량 379만톤)이다. 물론 15~16년 실제 수출량이 수출쿼터 대비 미달했기에 12월에 모든 잔여쿼터 만큼의 수출량이 증가했다고 보기는 어렵지만 통상적으로 중국 국영 기업이 잔여 쿼터를 소진하기 위해 11월, 12월에 수출량을 급증시키는 경향이 있음을 고려할 때 18.12월 중국 수출량은 크게 증가했을 것으로 짐작된다.(17.11월~12월 월평균 수출량은 472만톤 vs. 18.11월 340만톤) 또한 중국의 휘발유/경유/항공유 합산 월별 수출량 기준으로 18년에는 이례적으로 11월 수출량이 YoY-25%로 감소(vs. 16.11월 YoY+30%, 17.11월 YoY+22%)했기에 체감상 12월에 급증한 중국 석유 제품 수출은 아시아 시장에 공급 부담을 가중시켰을 가능성이 높다. 12월 갑자기 증가한 중국 수출 부담이 경기 둔화 우려와 함께 12월 등경유 마진 급락의 원인이었을 가능성이 높다고 보는 이유다.

도표 98. 중국 석유제품 수출쿼터 추이: 18년 3차 쿼터 10월말, 4차 쿼터 11월말 발표



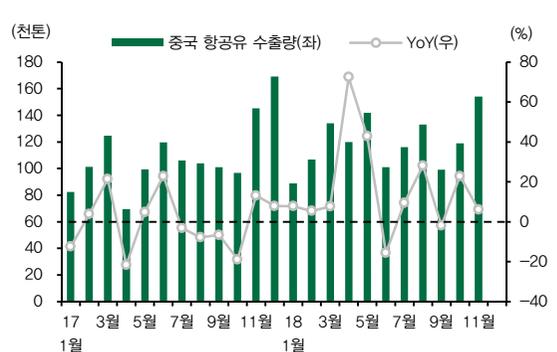
자료: Bloomberg, EIA, IEA, OPEC, Petronet, 산업자료, DB금융투자

도표 99. 중국 월별 경유 수출량 추이



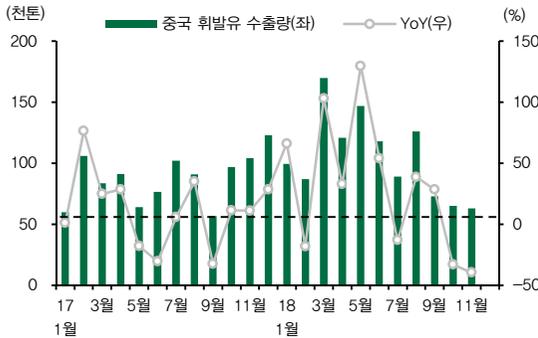
자료: Bloomberg, EIA, IEA, KITA, OPEC, Petronet, 산업자료, DB금융투자

도표 100. 중국 월별 항공유 수출량 추이



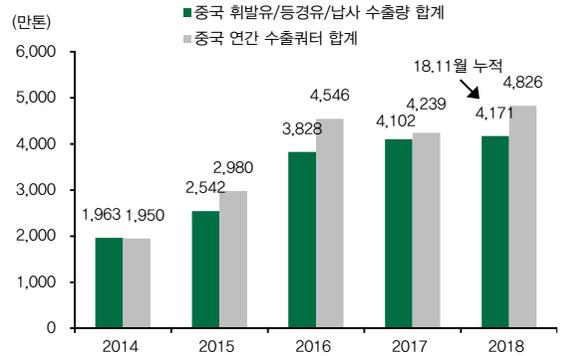
자료: Bloomberg, EIA, IEA, KITA, OPEC, Petronet, 산업자료, DB금융투자

도표 101. 중국 월별 휘발유 수출량 추이



자료: Bloomberg, EIA, IEA, KITA, OPEC, Petronet, 산업자료, DB금융투자

도표 102. 중국 연간 수출쿼터 / 실제 수출량 추이



자료: Bloomberg, EIA, IEA, KITA, OPEC, Petronet, 산업자료, DB금융투자

19년 1차  
수출쿼터는  
18년과 유사,  
12월 수출부담  
은 완화 될 것

19년 1차 수출쿼터는 1,836만톤으로 발표되었다. 아직 원유 수입 한정 수출쿼터(Processing trade)가 발표되지 않았기에 총 쿼터가 발표된 것은 아니지만 18년 1차 수출쿼터 2,000만톤과 유사한 수준이다. 중국 국영 정유설비 가동률은 18.12월 평균 82.2%로 특별히 급등하지 않았으며(10월 82%, 11월 81.5%) 중국 tea-pot 가동률은 19년 중국 원유 수입쿼터 급등에도 64% 수준을 유지하고 있다.(17년 연평균 tea-pot 가동률 60.9%, 18년 63.2%, 17년 원유 수입쿼터 185만b/d→18년 287만b/d→19년 407만b/d로 확대되었지만 tea-pot 가동률 증가는 그에 미치지 못함)

중국 신증설  
영향은  
제한적일 것

중국의 19년 주요 정제설비 증설은 18.12월 시험가동에 들어간 Hengli 40만b/d, 그리고 19년 3분기 가동이 예정된 Zhejiang Rongsheng의 40만b/d다. 시차는 있지만 두 설비 모두 PX 생산을 위한 정제 설비이기에 석유제품 공급에 미칠 영향은 CDU capacity 대비 제한적일 것으로 예상되고 실질 가동 시점을 고려했을 때 부담스러운 수준은 아니다. 중국의 19년 순증설 규모, 19년 1차 수출쿼터, 특이사항이 없는 중국 업체 가동률을 고려할 때 18.12월, 역내에 발생한 일시적인 중국 석유제품 순수출 부담은 점진적으로 완화될 것으로 예상된다. 그렇다면 12월 급락한 등경유 마진은 글로벌 타이트한 수급 환경을 반영하여 반등할 가능성이 높다.

도표 103. 중국 국영 정유설비 가동률은 18.12월 82.2%



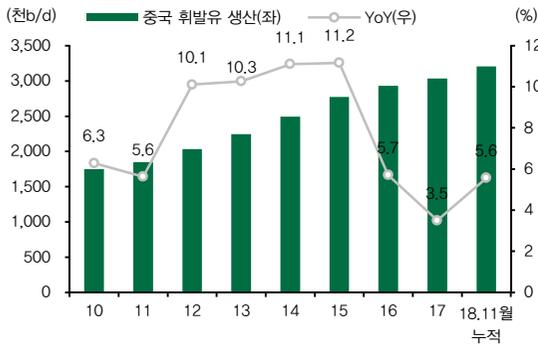
자료: Bloomberg, EIA, IEA, KITA, OPEC, Petronet, 산업자료, DB금융투자

도표 104. 중국 tea-pot 가동률 19.1월 64.1%, 18년과 유사



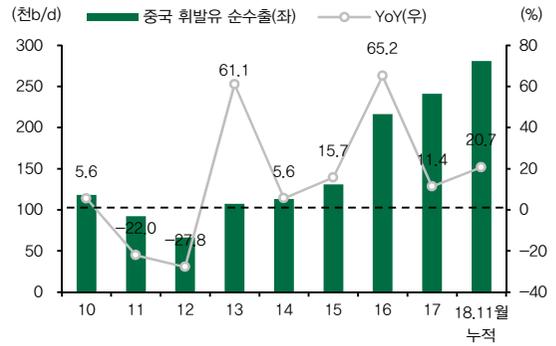
자료: Bloomberg, EIA, IEA, KITA, OPEC, Petronet, 산업자료, DB금융투자

도표 105. 중국 휘발유 생산: 18.11월 누적 YoY+16.9만b/d



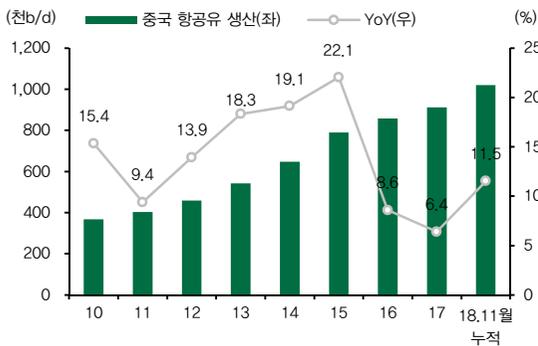
자료: Bloomberg, EIA, IEA, KITA, OPEC, Petronet, 산업자료, DB금융투자

도표 106. 중국 휘발유 순수출: 18.11월 누적 YoY+4.8만b/d



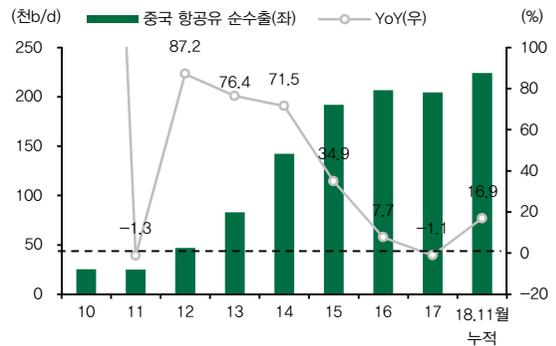
자료: Bloomberg, EIA, IEA, KITA, OPEC, Petronet, 산업자료, DB금융투자

도표 107. 중국 항공유 생산: 18.11월 누적 YoY+10.6만b/d



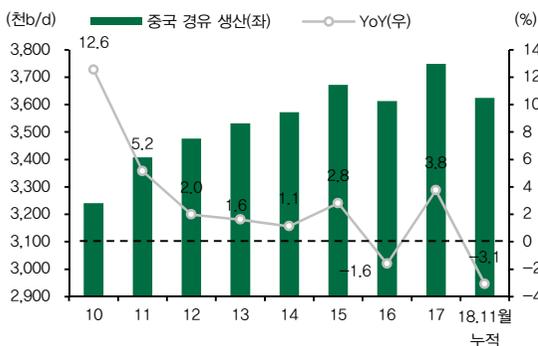
자료: Bloomberg, EIA, IEA, KITA, OPEC, Petronet, 산업자료, DB금융투자

도표 108. 중국 항공유 순수출: 18.11월 누적 YoY+3.2만b/d



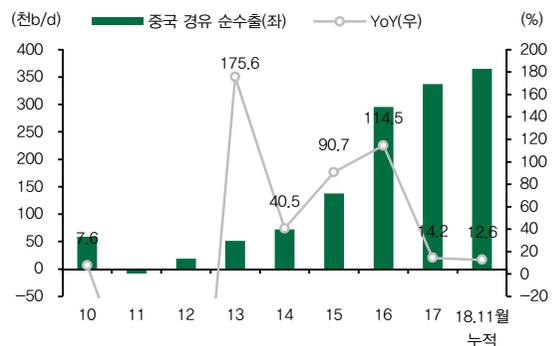
자료: Bloomberg, EIA, IEA, KITA, OPEC, Petronet, 산업자료, DB금융투자

도표 109. 중국 경유 생산: 18.11월 누적 YoY-11.6만b/d



자료: Bloomberg, EIA, IEA, KITA, OPEC, Petronet, 산업자료, DB금융투자

도표 110. 중국 경유 순수출: 18.11월 누적 YoY+4.1만b/d



자료: Bloomberg, EIA, IEA, KITA, OPEC, Petronet, 산업자료, DB금융투자

등경유 수급 견조, 펀더멘털은 쉽게 변하지 않는다

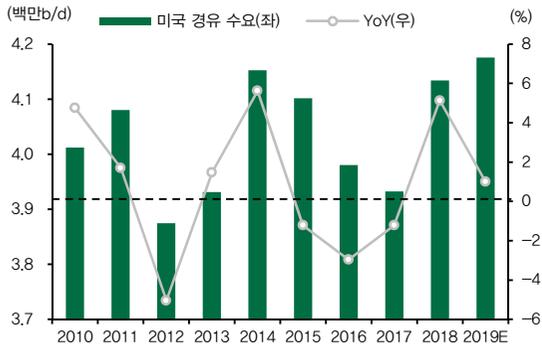
글로벌 경유 수요 견조, OECD 재고는 낮은 상황

BP에 따르면 글로벌 경유 수요 성장률은 16년 역성장 이후 17년 반등했다. 최근 데이터를 가장 빠르게 확인할 수 있는 미국의 경유 수요는 15~17년의 역성장에서 벗어나 18년 YoY+4.1%로 반등했다.(글로벌 경유 수요 M/S는 미국 15%, 중국 13%, 인도 6% 순이다) EIA는 19년 미국 경유 수요 성장률이 1%로 둔화될 것으로 전망하고 있는데, 둔화되지만 성장세가 이어진다는 점이 중요하다. 앞서 언급한 것처럼 미국 경유 재고는 동기간 4년래 최저치 수준이며, OECD 전체 등경유 재고는 15년초 수준까지 하락했다. 통상적으로 재고와 마진은 역관계를 나타낸다.

20년 IMO 시행까지 고려 등경유 마진 개선 기대

등경유 수급이 우호적인 가운데 20년초가 되면 IMO가 시행된다. 당사는 IMO로 인한 LSFO/경유의 수요 호조에 따른 마진 강세가 장기화 될 것이라 예상하지는 않지만 IMO 시작 직후의 효과는 상당할 것이다. 수요 우려는 분명 급작스럽게 나타나지만 실제 실질수요의 변화는 금융 위기와 같은 특별한 상황을 제외하면 변동성이 그렇게 크진 않다. 타이트해진 등경유 수급이 완화되기 위해서는 20년 하반기는 되어야 할 것으로 예상된다. 지금은 여전히 타이트한 수급 하에 단기적으로 급락한 등경유 마진의 개선을 기대해야 할 시점이다.

도표 111. EIA, 미국 경유 수요 18년 급반전, 19년 둔화?



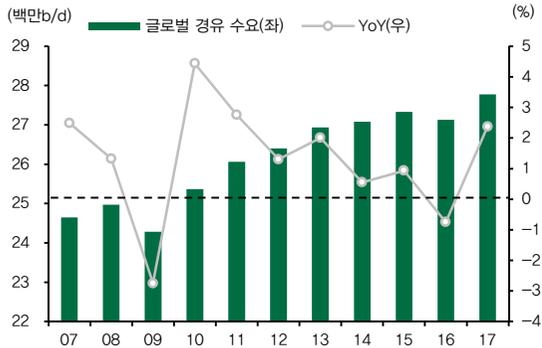
자료: EIA, DB금융투자

도표 112. OECD 등경유 재고와 경유 마진은 역관계



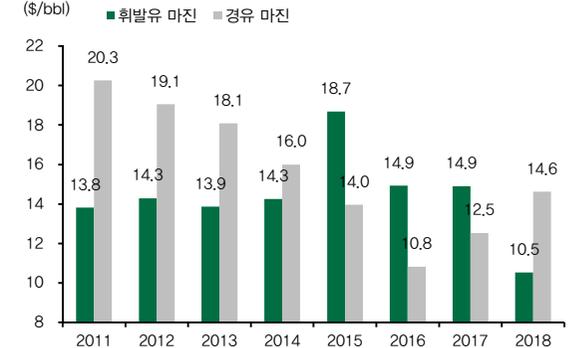
자료: Bloomberg, EIA, IEA, KITA, OPEC, Petronet, 산업자료, DB금융투자

도표 113. BP, 글로벌 경유 수요 17년 반등



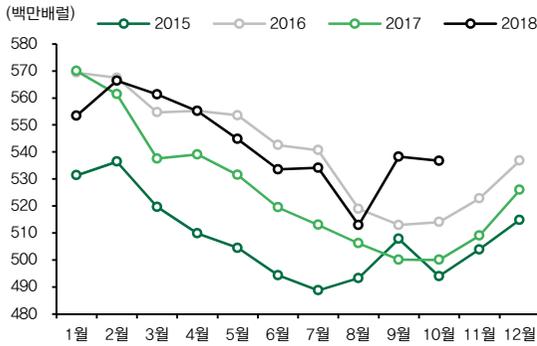
자료: BP, DB금융투자

도표 114. 연평균 휘발유/경유 마진 추이



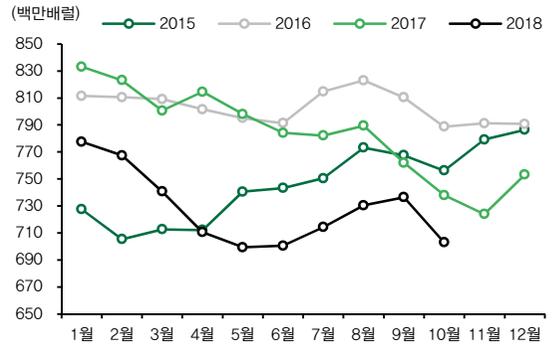
자료: Bloomberg, EIA, IEA, KITA, OPEC, Petronet, 산업자료, DB금융투자

도표 115. 글로벌 주요 53개국 휘발유 합산 재고



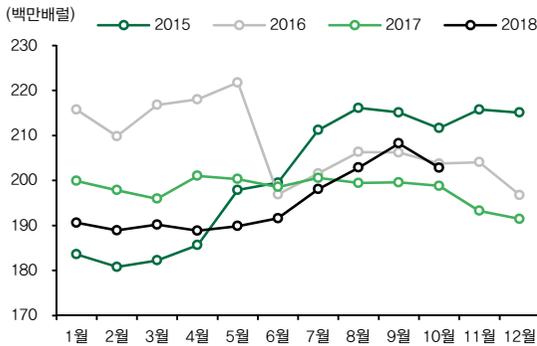
자료: Bloomberg, EIA, IEA, JODI, KITA, OPEC, Petronet, 산업자료, DB금융투자

도표 116. 글로벌 주요 53개국 경유 합산 재고



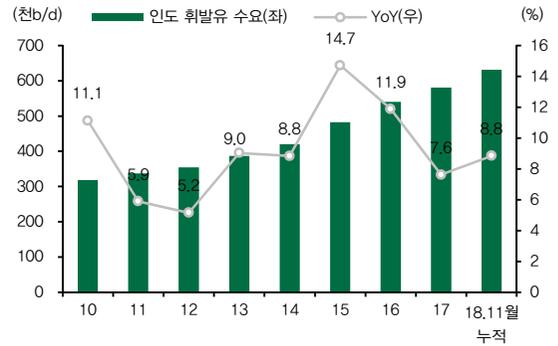
자료: Bloomberg, EIA, IEA, JODI, KITA, OPEC, Petronet, 산업자료, DB금융투자

도표 117. 글로벌 주요 53개국 Kero 합산 재고



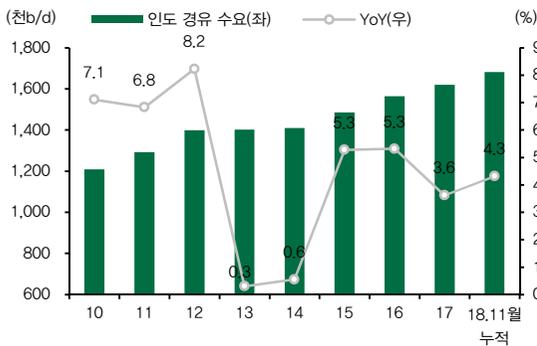
자료: Bloomberg, EIA, IEA, JODI, KITA, OPEC, Petronet, 산업자료, DB금융투자

도표 118. 인도 휘발유 수요 견조



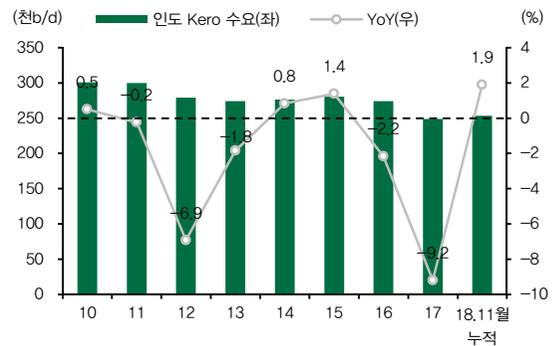
자료: Bloomberg, EIA, IEA, JODI, KITA, OPEC, Petronet, 산업자료, DB금융투자

도표 119. 인도 경유 수요(글로벌 M/S 6%) 견조



자료: Bloomberg, EIA, IEA, JODI, KITA, OPEC, Petronet, 산업자료, DB금융투자

도표 120. 인도 Kero 수요 반등



자료: Bloomberg, EIA, IEA, JODI, KITA, OPEC, Petronet, 산업자료, DB금융투자

## VI. 화학: 공급마저 고민, 그래도 반등하는 건 있다

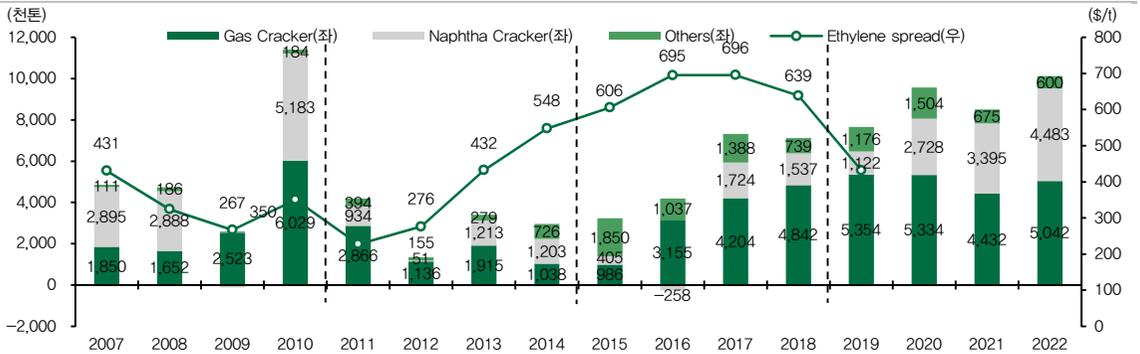
### 19년 순증설 부담, 녹록지 않다

에틸렌 순증설 update: 가동 시점 고려, 19~22년 연평균 896만톤 규모의 공급 부담

에틸렌  
공급부담 여전

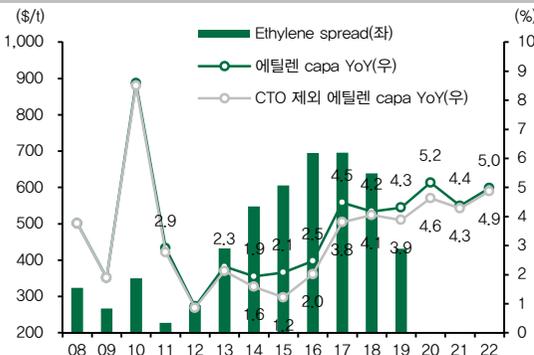
17년 하반기 이후 미국 ECC의 신규 가동이 본격화되면서 증가하고 있는 에틸렌 순증설 부담은 19년 이후에도 녹록지 않을 것으로 예상된다. 가동 시점을 고려한 19년 에틸렌 순증설 부담은 765만톤이며 중국 CTO/MTO를 제외한다고 하더라도 670만톤으로 18년과 유사한 수준이다. 미국/중국/아시아 중심의 증설이 늘어나며 19~22년 연평균 에틸렌 순증설 부담은 896만톤(CTO 제외 시 814만톤)에 달하며 이는 에틸렌 마진의 하향 안정화로 이어질 것으로 전망한다. 글로벌 GDP 성장 대비 에틸렌 수요 탄성치가 1.0 수준으로 하향되었다고 보면 글로벌 에틸렌 공급이 YoY+4%를 상회하는 지금은 쉽지 않은 시황이 장기간 지속될 수 있음을 의미한다.

도표 121. 글로벌 에틸렌 크래커별 증설 추이(가동 시점 고려): 19~22년 연평균 896만톤, CTO 제외해도 814만톤



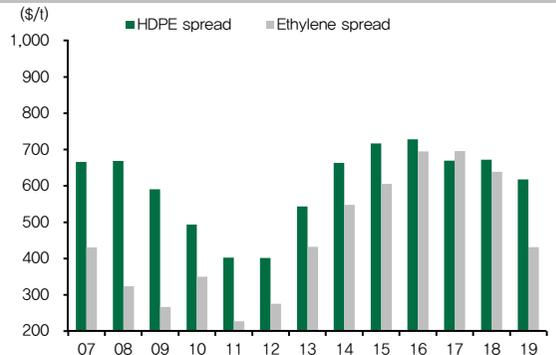
자료: Bloomberg, Cischem, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 122. 에틸렌 순증설은 17년 이후 YoY+4%를 상회



자료: Bloomberg, Cischem, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 123. 에틸렌 spread 급격한 조정



자료: Bloomberg, Cischem, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 124. 글로벌 주요 에틸렌 증설 내역

(단위: 천톤)

기업	국가	생산공법/원재료	순증설	기동시점
Turkmengas	CIS	EPB (Ethane,Propane,Butane)	400	4Q18
Indorama Ventures PCL	United States	Ethane	430	4Q18
Lotte Chemical	Korea	Naphtha	200	4Q18
		단순합계	1,030	
LACC LLC	United States	Ethane	1,000	1Q19
SASOL	United States	Ethane	1,550	2Q19
Luxi Chemical	China	Methanol to Olefins	112	2Q19
Hanwha Total PC	Korea	Naphtha	300	2Q19
LG Chem	Korea	Naphtha	230	2Q19
FPC USA	United States	Ethane	1,250	3Q19
Shin-Etsu	United States	Ethane	500	3Q19
Connell Chemical	China	Methanol to Olefins	112	3Q19
Jiutai Energy (IM)	China	Methanol to Olefins	240	3Q19
Nanjing Chengzhi	China	Methanol to Olefins	224	3Q19
Qinghai Damei	China	Methanol to Olefins	300	3Q19
Pengerang Refining	Malaysia	EPB/Naphtha	1,260	3Q19
Baofeng Energy	China	Coal to Olefins	300	4Q19
SP Chemicals	China	Ethane/Propane	650	4Q19
		단순합계	8,028	
Angarsk Petchem	Russia	Naphtha	150	1Q20
Dow Dupont	United States	Ethane	500	1Q20
ZapSibNeftekhim	Russia	EPB/Naphtha	1,500	2Q20
Liaoning Bora PC	China	EPB/Naphtha	1,000	2Q20
Shanxi Coking Corp.	China	Coal to Olefins	300	2Q20
Yulin Energy & Chem.	China	Coal to Olefins	300	2Q20
Novy Urengoy GCC	Russia	Ethane	420	3Q20
Bayport Polymers	United States	Ethane	1,000	3Q20
Baotou Bofa	China	Other	400	3Q20
SINOPEC Wuhan	China	Naphtha	300	3Q20
YNCC	Korea	Naphtha	350	3Q20
		단순합계	6,220	

자료: Bloomberg, Oschem, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

PE: 19년 과도기, HDPE 순증설 부담은 점차 증가 vs. LDPE 순증설 부담 완화

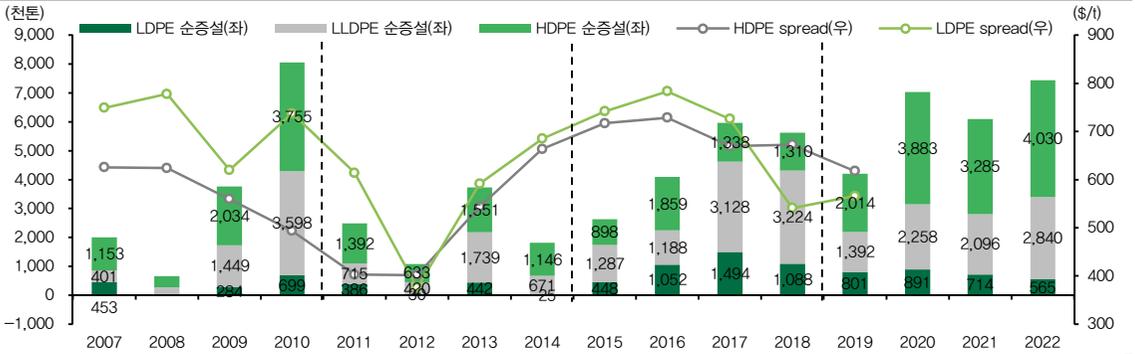
PE 순증설은 19년 일시적 완화

에틸렌 순증설 부담이 증가함에 따라 대표 downstream인 PE의 공급 부담 역시 증가하고 있는 추세다. 3대 PE 합산 공급 규모는 17~18년 평균 579만톤이었는데(vs. 13~16년 연평균 306만톤) 19년에 일시적으로 421만톤 수준으로 완화된다. 따라서 17~18년에 나타났던 급격한 PE의 spread 조정은 진정되고 19년 반등으로 이어질 가능성이 높다. 하지만 20~22년 연평균 685만톤으로 공급 부담이 남아있기에 마냥 시황을 낙관하기는 어렵다.

HDPE 보다는 LD/LLDPE의 반등 예상

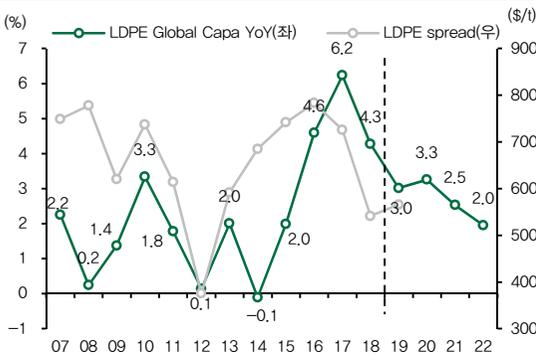
제품별로는 LDPE/LLDPE의 반등이 두드러질 것으로 예상한다. LDPE는 16~18년 CAGR 5%, LLDPE는 7.3%로 공급 규모가 확대되면서 spread가 크게 조정받았다. 반면 HDPE의 공급규모는 16~18년 CAGR 3.1%로 부담이 덜했다. 공급 부담의 차이로 인해 LDPE - HDPE spread는 16년 +\$55에서 18년 -\$131로 역전되었다. 하지만 19년부터는 LDPE/LLDPE의 공급부담이 완화되고 HDPE의 공급부담이 점차 반등하기에 지금까지의 PE별 spread 추세는 반전될 가능성이 높다.

도표 125. 글로벌 PE 합산 순증설 추이(기동 시점 고려): 19년 LDPE/LLDPE 공급 부담 완화, HDPE 공급 부담 증가



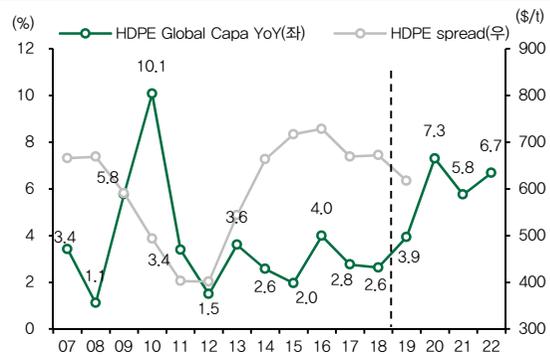
자료: Bloomberg, Cischem, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 126. 19년 LDPE Capa 증가율 둔화



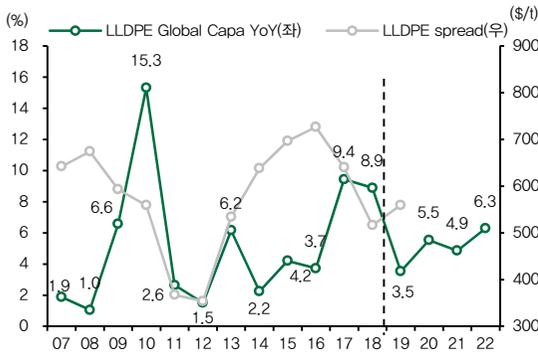
자료: Bloomberg, Cischem, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 127. 19년 HDPE Capa 증가율 반등



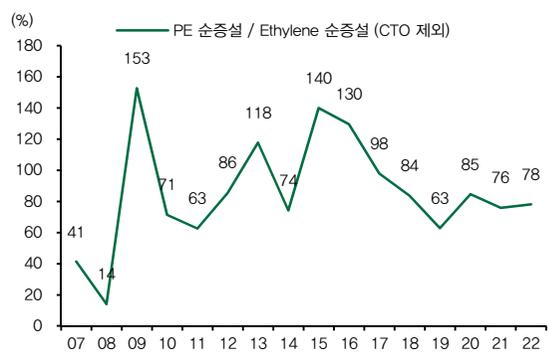
자료: Bloomberg, Cischem, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 128. 19년 LLDPE Capa 증기를 둔화



자료: Bloomberg, Cischem, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 129. 19~22년 증설된 에틸렌의 75%가 PE 원재료



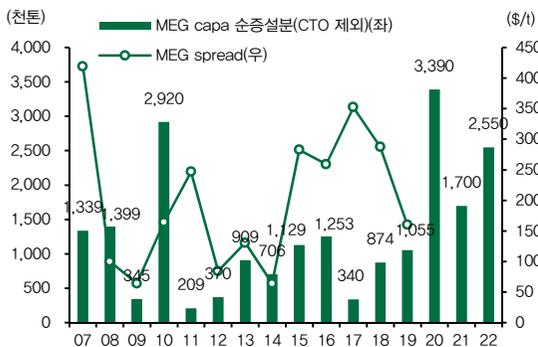
자료: Bloomberg, Cischem, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

MEG 공급 부담 증가

MEG 공급  
부담 크게 증가

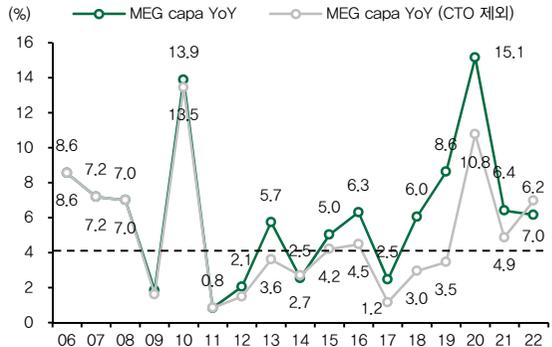
역시 에틸렌의 대표 downstream 중 하나인 MEG는 19~20년 공급 부담이 증가한다.(에틸렌의 약 62%가 PE 생산에 사용, 15%가 MEG 원재료인 EO 생산에 사용) 주요 증설 지역은 중국과 미국이다. 19~22년 연평균 글로벌 MEG 순증설 부담은 346만톤이며, CTO 제외 시 217만톤이다. 15~18년 CTO 제외 연평균 순증설이 약 90만톤 수준이었음을 고려하면 분명 부담스러운 수준이다. 18년초 중국의 폐플라스틱 수입규제로 인해 virgin 플라스틱 수요가 크게 증가하고 PET/PTA/PX 제품 chain의 spread가 크게 개선되었음에도 불구하고 MEG가 부진했던 것은 이러한 공급 부담이 반영된 것으로 판단 된다.

도표 130. 글로벌 MEG 순증설 19~20년 부담



자료: Bloomberg, Cischem, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 131. 19~21년 MEG Capa 증기를 부담



자료: Bloomberg, Cischem, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

프로필렌: 순증설 전체 규모는 19년 이후 점진적 반등, CTO/MTO 제외 시 유사

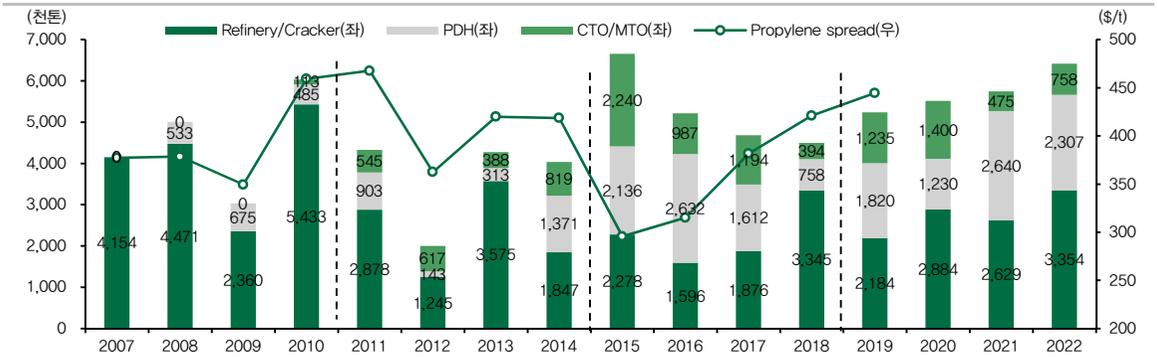
프로필렌  
순증설,  
증가하지만  
크지 않다

글로벌 프로필렌 순증설은 19년 이후 점진적으로 증가한다. 15~16년 중국 PDH 신규 가동으로 확대되었던 프로필렌 순증설은 18년까지 둔화되었지만 19년 이후 재차 중국 PDH 신규 설비들이 가동이 예정되어 있다. 따라서 15~18년 연평균 526만톤의 순증설은 19~22년 연평균 573만톤으로 소폭 증가할 것으로 예상된다. 다만 CTO/MTO 설비를 제외할 경우 20년까지 연간 400만톤 수준의 순증설 규모가 예정되어 있고, 이는 15~17년과 유사한 수준이기에 시장의 급격한 변화가 나타날 가능성은 낮다.

PP 시장 역시  
큰 변동성은  
없을 것

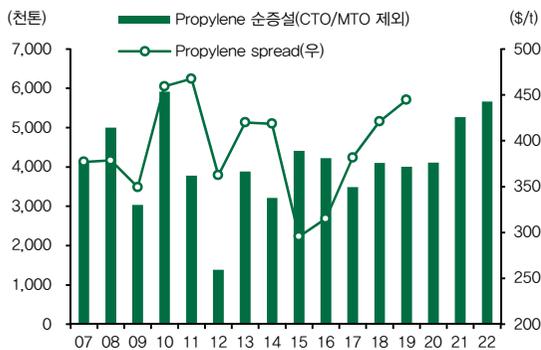
PP의 경우 프로필렌 순증설이 점차 증가함에 따라 역시 공급 규모가 확대된다.(15~18년 연평균 309만톤의 순증설→19년 401만톤, 20년 528만톤으로 증가) 지역별로는 중국이 글로벌 순증설 부담의 56%를 차지하며 CTO의 가동률이 관건이 될 것으로 예상된다. 지금과 같은 CTO의 정상 가동이 어려운 상황이라면 PP 시장이 PE처럼 급격히 둔화될 가능성은 낮다.(물론 추가 반등을 기대하기도 어려운 것은 사실이다.)

도표 132. 글로벌 프로필렌 생산 수단별 증설 추이(가동 시점 고려): 19년부터 점진적 증가



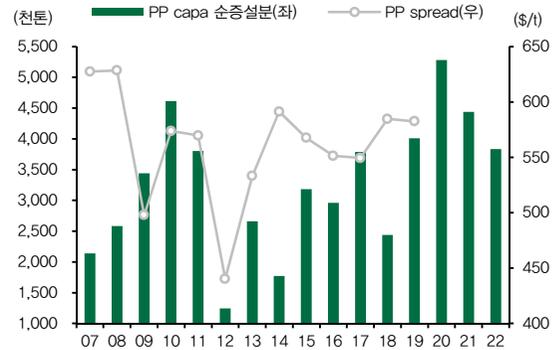
자료: Bloomberg, Cischem, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 133. CTO/MTO를 제외하면 프로필렌 순증설 부담 유사



자료: Bloomberg, Cischem, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 134. PP 순증설, 19년 이후 반등

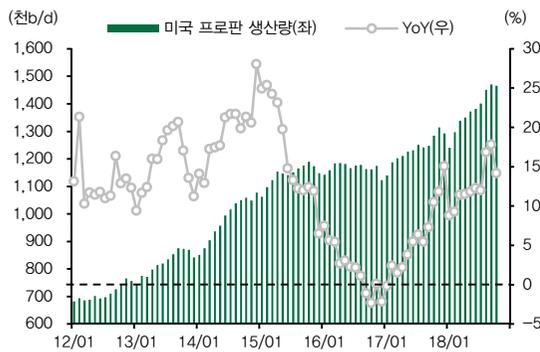


자료: Bloomberg, Cischem, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

NCC보다는 PDH의 시황 개선 주목

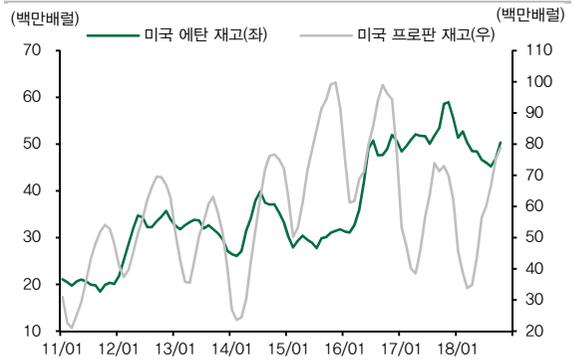
프로필렌 시황에서 주목해야 할 것은 PDH의 시황 개선이다. 미국의 프로판 생산량 증가세는 16~17년에 일시적으로 둔화되었지만 18년에 재차 그 증가 속도가 가팔라지고 있으며 미국의 생산 증가는 글로벌 LPG의 가격 약세로 이어진다. 현재 동절기 프로판 성수기에 진입했음에도 불구 사우디는 아시아 공급가격을 18.10월 \$655/t → 19.1월 \$430/t으로 인하했으며 이는 동기간 유가 하락 폭보다 더욱 낮은 수준이다. 따라서 PP 생산에 있어서 프로판의 납사 대비 원가 우위가 강화되고 있으며 이는 PDH 경쟁력의 상승 요인임에 분명하다.

도표 135. 미국 프로판 생산량 증가세 더욱 가팔라짐



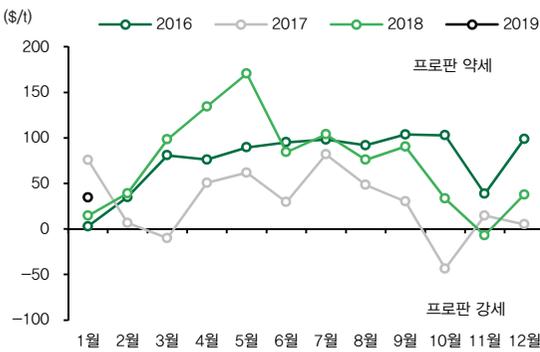
자료: Bloomberg, Cischem, EIA, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 136. 17년 낮아진 프로판 재고는 18년 재차 반등



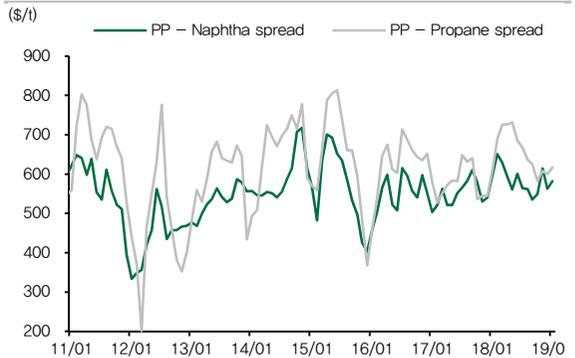
자료: Bloomberg, Cischem, EIA, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 137. 납사-Propane 월별 spread: 프로판 상대적 약세



자료: Bloomberg, Cischem, EIA, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 138. PP - Propane spread의 상대적 강세



자료: Bloomberg, Cischem, EIA, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

PVC/ABS/SBR을 제외하면 대부분 순증설 부담 증가

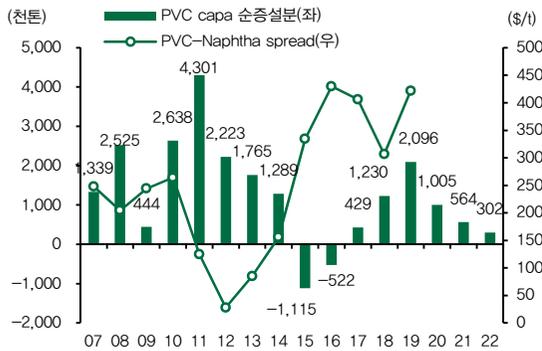
에틸렌-PVC  
경쟁력 상승,  
ABS/SBR  
순증설 부담  
완화

PVC는 19년 순증설 부담이 210만톤으로 증가하지만 약 180만톤이 중국 석탄 base PVC로 시황에 큰 영향을 주기는 어려울 것으로 판단된다. 또한 최근 에틸렌 급락, 상대적으로 견조한 석탄 가격 때문에 에틸렌 base PVC 설비들의 경쟁력이 추가적으로 상승할 수 있음을 주목하자. ABS 순증설 부담은 크지 않다. 하지만 수요가 문제다. 17년 중국 가전/자동차 수요 호조가 18년 급격한 둔화로 이어지면서 양호한 공급 상황에도 불구하고 spread가 급락했다. 19년 중국 기준을 인하와 함께 가전 수요 독려 정책에 대한 기대감이 높아지고 있는데, 정책 이슈인 이상 변동성이 커질 수 있다. SBR 역시 오래된 불황으로 설비 폐쇄가 증가하고 있으며 순증설은 없다. 역시 수요가 중요하다.

페놀 체인 공급  
부담 증가

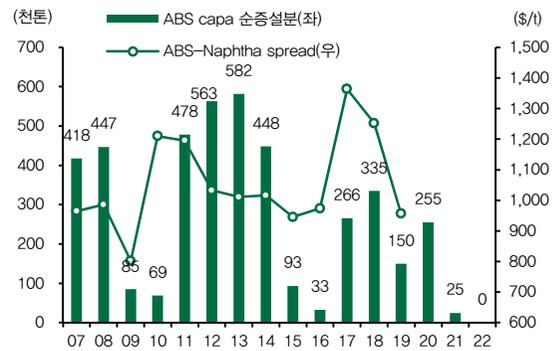
페놀/BPA/PC 제품 chain의 경우 downstream인 PC부터 순증설 부담이 증가하고 있으며 19년 이후 BPA, 페놀의 순증설이 점차 증가함에 따라 전반적인 수익성이 하락할 가능성이 있다. TDI는 18년말~19년초 가동 예정인 중국 Wanhua의 30만톤, Juli 15만톤 증설이 마지막이다. 추가 급락은 제한적일 것으로 예상된다. 반면 MDI의 경우 21년까지 공급 부담이 남아있다.

도표 139. PVC 순증설 추이: 19년 중국 석탄-base 대부분



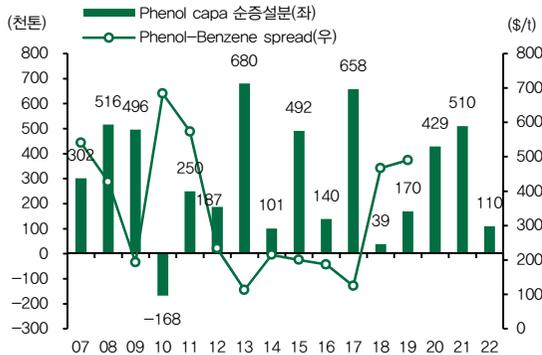
자료: Bloomberg, Cschem, EA, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 140. ABS 순증설 추이: 공급 부담은 제한적이다



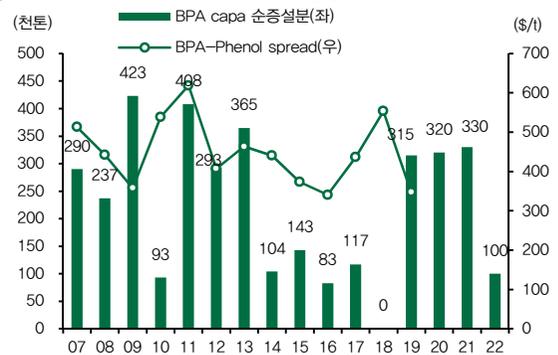
자료: Bloomberg, Cschem, EA, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 141. 페놀 순증설 추이: 21년까지 확대



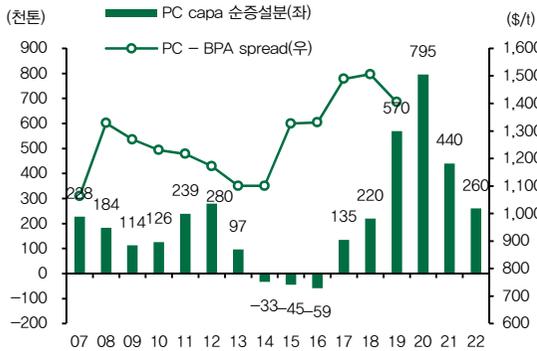
자료: Bloomberg, Cschem, EA, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 142. BPA 순증설 추이: 19~21년 규모 확대



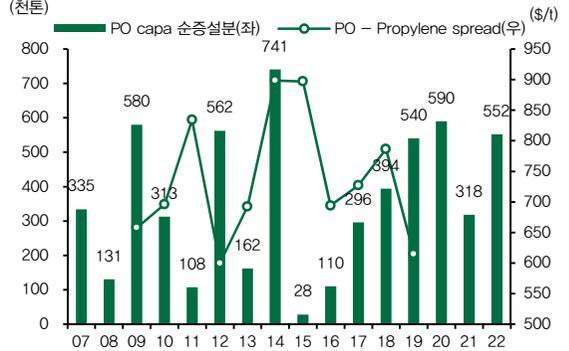
자료: Bloomberg, Cschem, EA, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 143. PC 순증설 추이: 부담이 커진다



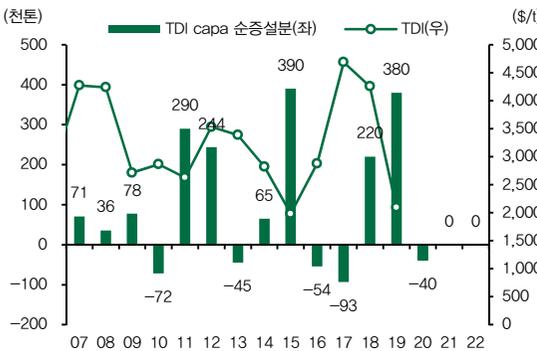
자료: Bloomberg, Ciscem, EIA, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 144. PO 순증설 추이: 20년까지 공급 확대



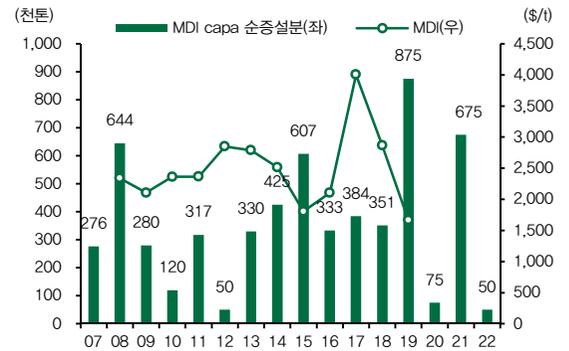
자료: Bloomberg, Ciscem, EIA, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 145. TDI: 18년말 Wanhua 30만톤/Julii 15만톤 마지막



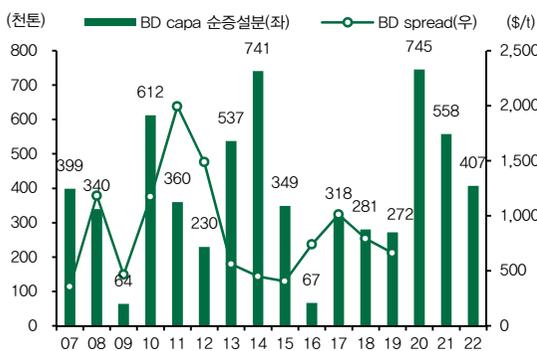
자료: Bloomberg, Ciscem, EIA, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 146. MDI: 공급 부담은 남아있다



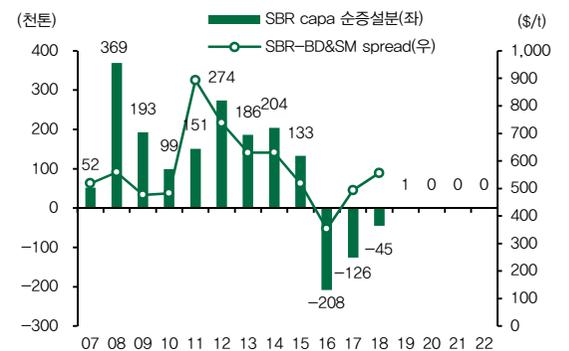
자료: Bloomberg, Ciscem, EIA, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 147. BD: 순증설 부담 20년부터 증가



자료: Bloomberg, Ciscem, EIA, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 148. SBR: 순증설 없음



자료: Bloomberg, Ciscem, EIA, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

재고가 낮고, 공급이 부담스럽지 않은 PVC/LDPE 주목

PVC spread는 왜 올랐을까?

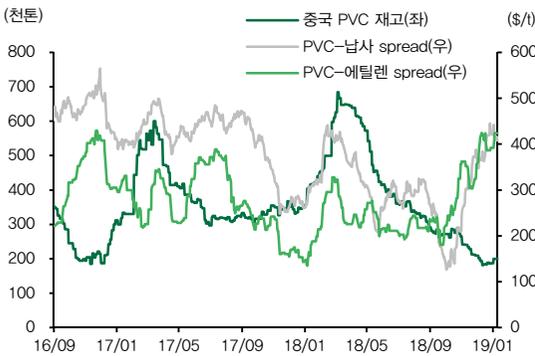
PVC 반등 주목  
 상대적인 석탄  
 가격 견조로  
 에틸렌/납사  
 base spread  
 급등

18.10월부터 현재까지 이어진 유가 급락기간 동안 가장 눈에 띄는 spread 반등이 나타난 제품은 PVC다. PVC-납사 spread는 18.10월 \$166/에서 19.1월 \$400/을 상회하고 있으며 PVC-에틸렌 spread는 동기간 \$267/에서 \$424/까지 상승했다.(16년말 중국 PVC 환경 규제 수준에 도달) PVC는 에틸렌 base 생산능력이 글로벌 62%를 차지하며 석탄 base(석탄→아세틸렌→PVC)가 38%(대부분 중국)를 차지한다. 18.10월 이후 유가는 급락했지만 중국 및 글로벌 석탄 가격의 낙폭은 크지 않았고, 그에 따라 중국 아세틸렌 가격 역시 견조했다. 중국 수요에 민감한 PVC 시장의 특성상 아세틸렌 가격이 PVC 가격의 지지 역할을 한 것으로 판단되며, 이는 PVC-아세틸렌 spread가 큰 변동이 없었음을 보면 알 수 있다. 반면 납사/에틸렌은 급락했기에 중국 이외 PVC spread는 급반등 한 것이다.

PVC 재고는  
 16년말  
 수준까지 하락

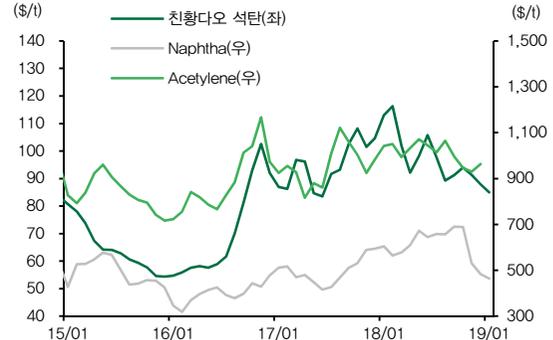
중국 PVC 재고는 18.3월 68만톤을 고점으로 하락 중이며 16년말 수준까지 이르렀다.(20만톤 하회) PVC 순증설은 19년에 210만톤으로 증가하지만 그 중 약 180만톤이 중국 석탄 base PVC이기 때문에 공급 부담은 크지 않을 것으로 예상된다. 에틸렌이 약세로 접어든 가운데 PVC - 에틸렌 spread 개선을 주목해야 할 것으로 판단된다.

도표 149. PVC 재고 20만톤 하회: PVC-E/N spread 반등



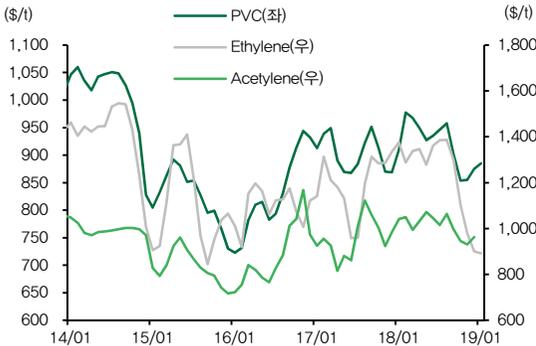
자료: Bloomberg, Cischem, EIA, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 150. 납사 급락 vs. 석탄/아세틸렌 하락 폭 미미



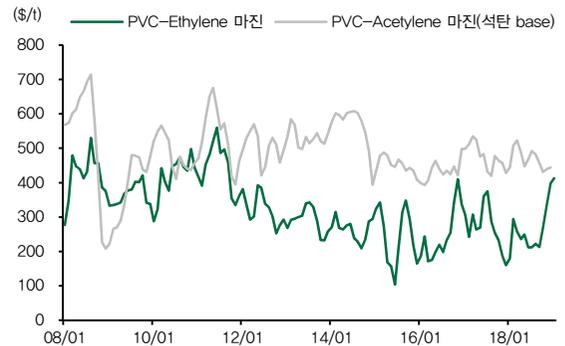
자료: Bloomberg, Cischem, EIA, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 151. PVC 절대가격은 중국 아세틸렌 추이와 유사



자료: Bloomberg, Cischem, EIA, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 152. PVC-아세틸렌 마진 유지 vs. PVC-E 마진 급등



자료: Bloomberg, Cischem, EIA, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

전반적인 재고는 낮지만, 수요 개선이 크지 않다는 가정 하에 공급에 집중

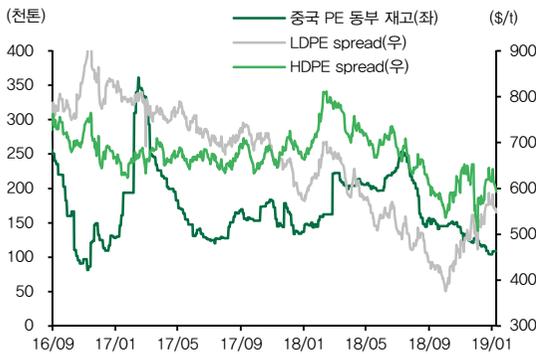
중국 PE/PP  
재고 하향 조정

경기 둔화 우려가 커짐에 따라 전반적인 중국의 화학 제품 재고가 낮아지고 있다. De-stocking이 진 행되면서 명목수요(=실질수요+재고 변화분)는 더욱 침체되고 있기에 우호적인 상황은 분명 아니다. 다 만 많은 화학 제품군의 재고가 근 3년래 최저치까지 하락했기에 추가적인 시황 둔화 가능성은 제한적 일 것으로 판단된다. 중국 동부 PE/PP 재고 역시 하향 조정되고 있고 그에 따라 공급 상황이 양호한 PP는 견조한 spread가 유지, PE는 유가 하락 반전과 함께 spread 반등이 나타나고 있다. 그 중 19년 순증설 부담도 크지 않은 LDPE/LLDPE spread 추세 반등 가능성에 주목하자.

중국 MEG  
항구 재고는  
부담

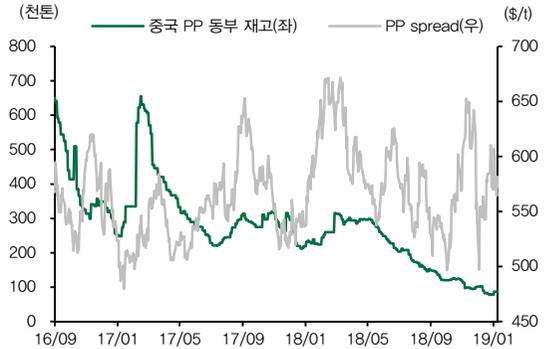
반면 중국 MEG 항구 재고는 1/10 기준 83.4만톤으로 부담스러운 수준이다. PX/PTA 시황이 개선되고 있으니 수요가 크게 위축된 것은 아니라고 본다면 분명 공급 요인이 문제다. 역시 상기에 언급한 것처럼 MEG는 19~20년 순증설 규모 역시 녹록지 않기에 MEG의 중장기 시황 개선을 예단하기는 쉽지 않다. 수요의 구조적 혹은 계절적 개선 요인이 발생하지 않는 한, 단기 반등은 쉽지 않을 것으로 판단 된다.

도표 153. 중국 PE 동부 재고 하락세, spread 반등



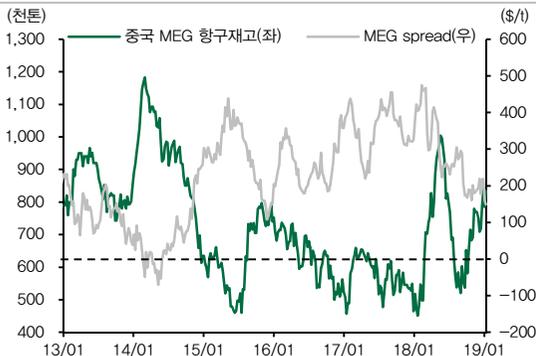
자료: Bloomberg, C&Schem, EIA, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 154. 중국 PP 동부 재고 하락, spread 강세 유지



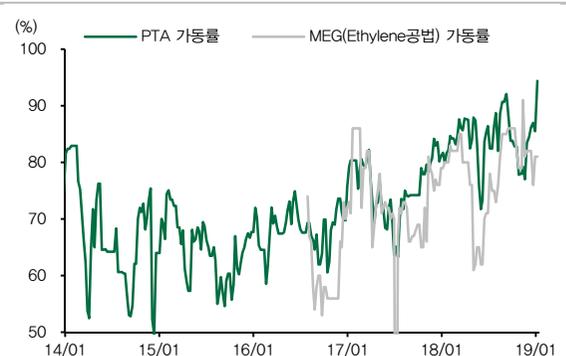
자료: Bloomberg, C&Schem, EIA, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 155. 중국 MEG 항구 재고 급등, spread 약세



자료: Bloomberg, C&Schem, EIA, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 156. 중국 PTA/MEG 가동률 추이: PTA 최대 94.4%



자료: Bloomberg, C&Schem, EIA, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

BUY(유지)

## LG화학

051910

목표주가(유지) 470,000원 현재주가(01/14) 350,500원 Up/Downside +34.1% 투자이견(유지) Buy

2019. 01. 15

## 수요가 성장하는 산업은 흔치 않다. 전지에 집중

**4Q18E 영업이익 3,029억원, 기초소재 부진 심화:** LG화학의 4Q18 영업이익은 3,029억원(QoQ-49.7%/YoY-50.7%)으로 시장 컨센서스 3,711억원을 하회할 것으로 전망한다. 기초소재의 부진이 클 것으로 예상되는데 18.9월 평균 납사가 \$690/t→12월 \$483/t으로 급락하면서 (-)lagging 효과가 컸으며, 원가 급락에도 불구하고 비수기 및 글로벌 경기 둔화 우려로 화학 제품 spread 반등이 제한적이었기 때문이다. 또한 여수 정기보수에 따른 기회비용이 900~1,000억원에 달할 것으로 예상된다. 비수기 영향으로 정보전자는 적자전환, 팜한농은 적자폭 확대가 예상되지만 전지는 소형 비수기 영향을 전기차 배터리 흑자전환 및 ESS 매출 확대가 만회하며 3Q와 유사한 실적을 전망한다.

**1Q19부터 실적 반등, 19년 이후 전지의 본격적인 이익 확대 주목:** LG화학 1Q19 영업이익은 5,640억원으로 반등할 것으로 예상된다. 역락강 효과가 마무리되고 저가 투입 원재료가 본격적으로 반영되며 기초소재의 이익 반등 폭이 커질 것으로 예상된다. 2019년 연간으로는 영업이익 2.4조원 (YoY+6.1%), 증익을 전망하는데 기초소재가 전반적인 spread 레벨 하락으로 18년 대비 감익이 예상되지만 전지가 하반기부터 본격적인 이익 성장 구간으로 접어들 것으로 판단되기 때문이다.

**낮아졌지만 든든한 기초소재의 이익 체력 + 전기차의 확고부동한 no.1:** LG화학에 대해 투자이견 Buy, 목표주가 47만원, 화학 top-picks 의견을 유지한다. 기초소재 이익에 대한 눈높이를 낮춰야 하는 것은 부인할 수 없는 사실이지만 증설과 다양한 포트폴리오를 바탕으로 그 하락 폭은 크지 않을 것으로 예상된다. 기술력과 든든한 cash-cow를 바탕으로 공격적인 증설을 진행하여 확고부동한 전기차 배터리 no.1 지위를 유지하고 있고 19년은 전기차 전지의 성장이 본격적으로 부각될 것으로 예상된다. 수요가 성장하는 산업은 많지 않다. 비중 확대를 추천한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)						Stock Data													
(단위: 십억원 원 배 %)																			
FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E	52주 최저/최고	307,000/441,500원												
매출액	20,659	25,698	27,671	30,208	37,030	KOSDAQ /KOSPI	686/2,076pt												
(증가율)	2.2	24.4	7.7	9.2	22.6	시가총액	246,367억원												
영업이익	1,992	2,928	2,259	2,397	3,196	60일-평균거래량	216,877												
(증가율)	9.2	47.0	-22.8	6.1	33.3	외국인지분율	37.6%												
자배주주순이익	1,281	1,945	1,510	1,646	2,227	60일-외국인지분율변동추이	+0.5%p												
EPS	18,751	26,903	20,735	22,553	30,560	주요주주	LG 외 6 인 33.4%												
PER (H/L)	18.4/11.5	15.8/9.2	16.7	15.4	11.4														
PBR (H/L)	1.8/1.1	2.1/1.2	1.6	1.5	1.4	<table border="1"> <thead> <tr> <th>주가상승률</th> <th>1M</th> <th>3M</th> <th>12M</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>절대기준</td> <td>-0.1</td> <td>13.7</td> <td>-17.2</td> </tr> <tr> <td>상대기준</td> <td>-1.2</td> <td>16.6</td> <td>-0.8</td> </tr> </tbody> </table>		주가상승률	1M	3M	12M	절대기준	-0.1	13.7	-17.2	상대기준	-1.2	16.6	-0.8
주가상승률	1M	3M	12M																
절대기준	-0.1	13.7	-17.2																
상대기준	-1.2	16.6	-0.8																
EV/EBITDA (H/L)	7.6/5.0	7.5/4.3	7.5	7.1	5.9														
영업이익률	9.6	11.4	8.2	7.9	8.6														
ROE	9.5	12.9	9.0	9.3	11.7														

도표 157. LG화학 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원 %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
연결 매출액	6,554	7,052	7,235	6,831	6,953	7,511	7,850	7,894	25,698	27,671	30,208
%YoY	1.0	10.5	13.1	6.2	6.1	6.5	8.5	15.6	24.4	7.7	9.2
%QoQ	1.9	7.6	2.6	-5.6	1.8	8.0	4.5	0.6			
기초소재	4,359	4,671	4,649	4,019	3,846	4,294	4,309	4,129	17,427	17,699	16,578
정보전자소재	790	765	847	827	815	806	864	841	3,062	3,228	3,326
전지	1,245	1,494	1,704	1,957	2,103	2,266	2,656	2,915	4,561	6,400	9,940
팜한농	237	188	92	68	244	193	95	70	604	584	602
생명과학	131	151	135	148	138	158	142	155	551	565	594
연결 영업이익	651	703	602	303	564	631	657	545	2,929	2,259	2,397
%YoY	-18.3	-3.2	-23.7	-50.7	-13.3	-10.3	9.0	80.0	47.0	-22.8	6.1
%QoQ	5.8	8.1	-14.3	-49.7	86.2	11.9	4.1	-17.0			
기초소재	637	705	548	278	459	547	523	460	2,808	2,167	1,989
정보전자소재	-10	-22	12	-6	7	12	19	1	111	-26	39
전지	2	27	84	81	77	84	149	129	29	195	439
팜한농	45	12	-19	-20	47	12	-9	-19	35	18	30
생명과학	7	16	13	6	10	13	11	9	54	42	43
영업이익률	9.9	10.0	8.3	4.4	8.1	8.4	8.4	6.9	11.4	8.2	7.9
기초소재	14.6	15.1	11.8	6.9	11.9	12.7	12.1	11.1	16.1	12.2	12.0
정보전자소재	-1.2	-2.9	1.4	-0.8	0.9	1.5	2.2	0.1	3.6	-0.8	1.2
전지	0.2	1.8	4.9	4.2	3.7	3.7	5.6	4.4	0.6	3.0	4.4
팜한농	19.2	6.1	-20.4	-30.0	19.2	6.1	-10.0	-27.0	5.9	3.1	5.0
생명과학	5.3	10.5	9.8	4.0	7.0	8.0	8.0	6.0	9.7	7.4	7.2

자료: LG화학, DB금융투자

대차대조표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산실역원					
유동자산	9,227	11,206	12,235	10,913	12,048
현금및현금성자산	1,474	2,249	2,859	1,162	466
매출채권및기타채권	3,759	4,690	4,829	5,013	6,364
재고자산	2,965	3,352	3,843	4,028	4,629
비유동자산	11,260	13,836	16,260	18,623	19,711
유형자산	9,680	11,211	13,458	15,718	16,803
무형자산	832	1,823	2,001	2,104	2,106
투자자산	349	352	352	352	352
자산총계	20,487	25,041	28,495	29,536	31,759
유동부채	5,447	6,645	7,252	7,433	8,050
매입채무및기타채무	2,888	4,213	4,220	4,401	5,019
단기차입금및단기차채	1,634	958	1,458	1,458	1,458
유동성장기부채	579	493	593	593	593
비유동부채	989	2,058	3,807	3,507	3,507
사채및장기차입금	648	1,566	3,266	2,966	2,966
부채총계	6,436	8,703	11,059	10,940	11,557
자본금	370	391	391	391	391
자본잉여금	1,158	2,274	2,274	2,274	2,274
이익잉여금	12,463	14,039	15,089	16,199	17,736
비배주주지분	114	170	217	268	337
자본총계	14,051	16,339	17,435	18,596	20,201

현금흐름표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산실역원					
영업활동현금흐름	2,517	3,181	2,468	3,297	2,964
당기순이익	1,281	2,022	1,557	1,697	2,296
현금유출이없는비용및수익	1,805	1,867	1,978	2,360	2,836
유형및무형자산상각비	1,337	1,402	1,550	1,837	2,012
영업관련자산부채변동	-382	-715	-628	-268	-1,501
매출채권및기타채권의감소	-13	-971	-140	-184	-1,350
재고자산의감소	-352	-396	-491	-185	-601
매입채무및기타채무의증가	349	328	8	181	617
투자활동현금흐름	-1,737	-1,640	-3,557	-4,058	-2,954
CAPEX	-1,399	-2,253	-3,700	-4,000	-3,000
투자자산의손증	-22	3	0	0	0
재무활동현금흐름	-1,007	-737	1,699	-935	-706
사채및차입금의 증가	232	154	2,300	-300	0
자본금및자본잉여금의증가	0	1,139	0	0	0
배당금지급	-346	-386	-460	-460	-537
기타현금흐름	-3	-29	0	0	0
현금의증가	-231	775	609	-1,697	-696
기초현금	1,705	1,474	2,249	2,859	1,162
기말현금	1,474	2,249	2,859	1,162	466

자료: LG화학 DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산실역원					
매출액	20,659	25,698	27,671	30,208	37,030
매출원가	16,595	20,134	22,459	24,587	29,882
매출총이익	4,064	5,564	5,212	5,621	7,148
판매비	2,072	2,635	2,953	3,224	3,952
영업이익	1,992	2,928	2,259	2,397	3,196
EBITDA	3,329	4,330	3,810	4,234	5,208
영업외손익	-332	-364	-264	-207	-234
금융손익	-120	-79	11	-30	-157
투자손익	-4	7	0	0	0
기타영업외손익	-208	-292	-275	-177	-77
세전이익	1,660	2,564	1,996	2,190	2,962
중간사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,281	2,022	1,557	1,697	2,296
자배주주지분순이익	1,281	1,945	1,510	1,646	2,227
비배주주지분순이익	0	77	47	51	69
총포괄이익	1,275	1,876	1,557	1,697	2,296
증감률(%YoY)					
매출액	2.2	24.4	7.7	9.2	22.6
영업이익	9.2	47.0	-22.8	6.1	33.3
EPS	11.1	43.5	-22.9	8.8	35.5

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2016	2017	2018E	2019E	2020E
당사지표(원)					
EPS	18,751	26,903	20,735	22,553	30,560
BPS	188,597	206,544	219,959	234,132	253,764
DPS	5,000	6,000	6,000	7,000	9,000
Multiple(배)					
P/E	13.9	15.1	16.7	15.4	11.4
P/B	1.4	2.0	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	5.8	7.1	7.5	7.1	5.9
수익성(%)					
영업이익률	9.6	11.4	8.2	7.9	8.6
EBITDA마진	16.1	16.9	13.8	14.0	14.1
순이익률	6.2	7.9	5.6	5.6	6.2
ROE	9.5	12.9	9.0	9.3	11.7
ROA	6.6	8.9	5.8	5.8	7.5
ROC	11.3	14.9	9.8	8.9	10.6
안정성및기타					
부채비율(%)	45.8	53.3	63.4	58.8	57.2
이자보상배율(배)	25.9	29.3	16.0	13.7	18.8
배당성향(배)	25.7	20.5	26.6	28.4	27.0

Compliance Notice

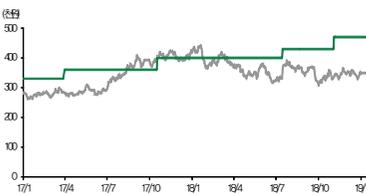
- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 '독점규제 및 공정거래에 관한 법률' 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정중하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자의견 비율 (2019-01-07 기준) - 매수(79.0%) 중립(21.0%) 매도(0.0%)

- 1년 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
  - Buy: 초과 상승률 10%p 이상
  - Hold: 초과 상승률 -10~10%p
  - Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

- 업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
  - Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
  - Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
  - Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

LG화학 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
17/01/11	Buy	330,000	-15.5	-9.2					
17/04/10	Buy	360,000	-9.4	13.2					
17/10/27	Hold	400,000	-2.9	10.4					
18/06/25	Buy	400,000	-18.0	-12.9					
18/07/25	Buy	430,000	-17.9	-9.1					
18/11/13	Buy	470,000	-	-					

BUY(유지)

## 롯데케미칼

011170

목표주가(하향) 340,000원 현재주가(01/14) 265,000원 Up/Downside +28.3% 투자이견(유지) Buy

2019. 01. 15

## 4Q18을 저점으로 이익 반등, 1Q 증설 효과 주목

**4Q18E 영업이익 2,278억원, 정기보수/시황 둔화 영향:** 롯데케미칼의 4Q18 영업이익은 2,278억원 (QoQ-54.8%/YoY-68.1%)으로 시장 컨센서스 2,807억원을 하회할 것으로 전망한다. 전반적인 사업 부문이 대부분 4Q에 정기보수를 진행했으며, 트러블에 따른 비용까지 반영되며 약 1,000억원 수준의 일회성 비용이 인식될 것으로 판단된다. 또한 18.9월 평균 납사 \$690/t→12월 \$483/t으로 급락 하면서 (-)lagging 효과가 컸으며, 비수기 및 글로벌 경기 둔화 우려로 화학 제품 spread 반등이 제한적이었기 때문에 시황 둔화 폭도 컸다.

**1Q19부터 실적 반등, LACC(미국 ECC) 증설 효과 반영:** 롯데케미칼의 1Q19 영업이익은 4,853억원으로 반등할 것으로 예상된다. 비용 반영 제거, 4Q 역래깅 효과가 마무리되고 저가 투입 원재료가 본격적으로 반영되며 전반적인 사업부문의 이익 반등 폭이 커질 것으로 예상된다. 또한 1Q19부터 LACC(미국 ECC) 상업가동이 예정되어 있기에 이익 반등에 기여할 전망이다. MEG 공급과잉 우려는 남아있지만 18.9월 \$450/t까지 치솟았던 미국 에탄 가격이 현재 \$210/t 수준으로 안정되었기에 LACC의 원가 우려는 완화될 것으로 전망한다.

**에틸렌 공급 부담 여전, 다만 증설로 이익 둔화 방어:** 롯데케미칼의 19년 순이익 추정치를 14% 하향 조정하고 목표주가를 34만원으로 하향 조정한다. 19년 화학 시장은 에틸렌 공급 부담이 여전한 가운데 제품별 시황 차이가 나타날 것으로 예상된다. 그 중 MEG 둔화는 지속될 것으로 예상하는데 다행히 미국 ECC 상업가동으로 시황 둔화에 따른 이익 하향 조정을 만회 할 것으로 판단된다. 단기적으로 중국 기준을 인하 및 경기 부양 기대감, 1Q19 이익 반등으로 주가는 점진적으로 반등할 것으로 예상된다.

## Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

## Stock Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E	52주 최저/최고	254,000/474,500원		
FYE Dec						KOSDAQ /KOSPI	686/2,076pt		
매출액	13,224	15,875	16,421	16,414	17,329	시가총액	93,401억원		
(증가율)	12.9	20.0	3.4	0.0	5.6	60일-평균거래량	151,227		
영업이익	2,544	2,930	2,095	2,101	2,306	외국인지분율	31.1%		
(증가율)	57.9	15.2	-28.5	0.3	9.8	60일-외국인지분율변동추이	+0.6%p		
자배주순이익	1,836	2,244	1,686	1,624	1,749	주요주주	롯데물산 외 5인 53.6%		
EPS	53,561	65,466	49,185	47,375	51,017	(천원)	500		
PER (H/L)	6.9/4.5	6.4/4.9	5.6	5.6	5.2	롯데케미칼(좌)			
PBR (H/L)	1.4/0.9	1.3/1.0	0.7	0.6	0.6	KOSPI지수대비(우)	(pt)		
EV/EBITDA (H/L)	4.5/3.1	4.0/3.1	3.4	2.7	2.2	0	0		
영업이익률	19.2	18.5	12.8	12.8	13.3	18/01	18/04	18/08	18/11
ROE	21.7	21.5	13.9	12.1	11.9	주가상승률	1M	3M	12M
						절대기준	2.6	1.7	-28.9
						상대기준	1.5	4.3	-14.7

도표 158. 롯데케미칼 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원 %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
연결 매출액	4,123	4,330	4,248	3,720	3,939	4,218	4,194	4,064	15,874	16,421	16,414
%YoY	3.2	12.4	6.5	-7.8	-4.5	-2.6	-1.3	9.3	20.0	3.4	0.0
%QoQ	2.2	5.0	-1.9	-12.4	5.9	7.1	-0.6	-3.1			
Olefin	2,092	2,221	2,034	1,770	1,867	2,050	1,980	1,903	8,115	8,118	7,800
Aromatic	780	802	833	748	768	766	737	717	2,965	3,162	2,988
Titan	597	627	669	650	614	648	654	647	2,045	2,543	2,564
롯데첨단소재	763	789	815	655	646	655	691	638	2,894	3,022	2,630
북미ECC					147	202	236	263			847
연결 영업이익	662	701	504	228	485	591	553	472	2,928	2,095	2,101
%YoY	-18.8	10.9	-34.3	-68.1	-26.7	-15.8	9.8	107.0	14.9	-28.4	0.3
%QoQ	-7.3	5.9	-28.2	-54.8	113.0	21.8	-6.4	-14.7			
Olefin	413	470	312	137	297	350	317	277	1,952	1,332	1,242
Aromatic	109	100	97	46	65	86	74	58	417	352	282
Titan	72	69	49	25	65	75	70	50	281	214	260
롯데첨단소재	90	78	59	33	45	43	45	32	333	260	165
북미ECC					30	53	63	71			216
영업이익률	16.1	16.2	11.9	6.1	12.3	14.0	13.2	11.6	18.4	12.8	12.8
Olefin	19.7	21.2	15.3	7.7	15.9	17.1	16.0	14.6	24.1	16.4	15.9
Aromatic	14.0	12.5	11.6	6.2	8.4	11.2	10.0	8.0	14.1	11.1	9.4
Titan	12.1	11.0	7.3	3.8	10.5	11.6	10.7	7.8	13.7	8.4	10.1
롯데첨단소재	11.8	9.9	7.2	5.0	7.0	6.5	6.5	5.0	11.5	8.6	6.3
북미ECC					20.2	26.0	26.8	26.8			25.5

자료: 롯데케미칼, DB금융투자

대차대조표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산실익원					
유동자산	5,852	8,225	8,628	8,502	9,268
현금및현금성자산	2,203	1,685	1,925	2,226	2,835
매출채권및기타채권	1,566	1,682	1,811	1,776	1,847
재고자산	1,477	1,536	1,728	1,638	1,730
비유동자산	10,015	11,326	12,285	12,521	12,957
유형자산	5,547	6,716	7,695	8,010	8,516
무형자산	1,792	1,711	1,625	1,548	1,476
투자자산	2,528	2,727	2,793	2,793	2,793
자산총계	15,867	19,551	20,913	21,023	22,225
유동부채	3,449	3,791	3,664	3,294	3,266
매입채무및기타채무	1,257	1,688	1,433	1,463	1,535
단기차입금및단기차	1,415	703	793	693	693
유동성장기부채	331	795	895	595	495
비유동부채	3,017	3,505	3,605	2,805	2,605
사채및장기차입금	2,440	2,704	2,804	2,004	1,804
부채총계	6,466	7,296	7,269	6,099	5,871
자본금	171	171	171	171	171
자본잉여금	479	881	881	881	881
이익잉여금	8,487	10,582	11,908	13,121	14,458
비배주주지분	38	765	828	896	988
자본총계	9,401	12,255	13,644	14,924	16,353

현금흐름표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산실익원					
영업활동현금흐름	2,701	3,129	1,684	2,528	2,592
당기순이익	1,837	2,285	1,749	1,691	1,841
현금유출이없는비용및수익	1,375	1,365	1,222	1,360	1,517
유형및무형자산상각비	629	691	806	964	1,064
영업관련자산부채변동	-139	70	-640	103	-84
매출채권및기타채권의감소	-128	-173	-129	35	-71
재고자산의감소	-126	-101	-192	90	-91
매입채무및기타채무의증가	154	314	-255	30	72
투자활동현금흐름	-3,565	-4,718	-1,256	-552	-1,179
CAPEX	-1,588	-2,020	-1,700	-1,200	-1,500
투자자산의손증	-612	-199	222	262	234
재무활동현금흐름	1,101	1,115	-189	-1,675	-804
사채및차입금의 증가	1,777	75	290	-1,200	-300
자본금및자본잉여금의증가	2	402	0	0	0
배당금지급	-84	-135	-360	-360	-411
기타현금흐름	24	-44	0	0	0
현금의증가	261	-518	239	301	610
기초현금	1,942	2,203	1,685	1,925	2,226
기말현금	2,203	1,685	1,925	2,226	2,835

손익계산서

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산실익원					
매출액	13,224	15,875	16,421	16,414	17,329
매출원가	9,957	12,082	13,567	13,555	14,222
매출총이익	3,267	3,793	2,854	2,859	3,107
판매비	722	863	759	759	801
영업이익	2,544	2,930	2,095	2,101	2,306
EBITDA	3,173	3,621	2,901	3,064	3,370
영업외손익	-57	155	301	217	216
금융손익	-85	-20	-57	-32	-5
투자손익	71	284	288	262	234
기타영업외손익	-43	-109	70	-13	-13
세전이익	2,487	3,085	2,366	2,317	2,521
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,837	2,285	1,749	1,691	1,841
자배주주지분순이익	1,836	2,244	1,686	1,624	1,749
비배주주지분순이익	1	41	63	68	92
총포괄이익	1,923	1,856	1,749	1,691	1,841
증감률(%YoY)					
매출액	12.9	20.0	3.4	0.0	5.6
영업이익	57.9	15.2	-28.5	0.3	9.8
EPS	85.0	22.2	-24.9	-3.7	7.7

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	53,561	65,466	49,185	47,375	51,017
BPS	273,173	335,215	373,900	409,274	448,291
DFS	4,000	10,500	10,500	12,000	12,000
Multiple(배)					
P/E	6.9	5.6	5.6	5.6	5.2
P/B	1.4	1.1	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	4.5	3.5	3.4	2.7	2.2
수익성(%)					
영업이익률	19.2	18.5	12.8	12.8	13.3
EBITDA마진	24.0	22.8	17.7	18.7	19.4
순이익률	13.9	14.4	10.7	10.3	10.6
ROE	21.7	21.5	13.9	12.1	11.9
ROA	13.4	12.9	8.6	8.1	8.5
ROIC	26.5	23.7	14.9	13.8	14.8
안정성및기타					
부채비율(%)	68.8	59.5	53.3	40.9	35.9
이자보상배율(배)	33.3	27.3	17.6	18.3	24.8
배당성향(배)	7.3	15.8	20.6	24.3	22.3

자료: 롯데케미칼 DB금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 '독점규제 및 공정거래에 관한 법률' 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이견 비율 (2019-01-07 기준) - 매수(79.0%) 중립(21.0%) 매도(0.0%)

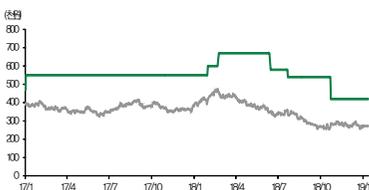
기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

롯데케미칼 한주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
16/11/16	Buy	470,000	-25.6	-17.1	18/11/02	Buy	420,000	-33.7	-29.6
17/01/12	Buy	550,000	-32.8	-24.3	19/01/15	Buy	340,000	-	-
18/01/12	1년경과		-26.3	-22.3					
18/02/09	Buy	600,000	-24.8	-20.9					
18/03/05	Buy	670,000	-39.8	-33.3					
18/06/25	Buy	580,000	-41.4	-38.0					
18/08/01	Buy	540,000	-45.3	-34.7					

BUY(유지)

# 한화케미칼

009830

목표주가(유지) 28,000원 현재주가(01/14) 21,550원 Up/Downside +29.9% 투자 의견(유지) Buy

2019. 01. 15

## 19년 이익 반전에 대비

**4Q18E 영업이익 356억원, 기초소재 급락/태양광 반등:** 한화케미칼의 4Q18 영업이익은 356억원 (QoQ-62.1%/YoY-71.7%)으로 시장 컨센서스 529억원을 하회할 것으로 전망한다. 유가/납사 급락에 따른 (-)lagging 효과, 제품 spread 부진, 폴리실리콘 가격 반등 지연, 성급금 등 일회성 비용 (약 300억원 추정) 반영 등으로 4Q 한화케미칼 기초소재의 영업이익은 -148억원으로 적자전환이 예상된다. 하지만 한화큐셀코리아가 11월부터 연결 편입되고(2개월 실적 계상 약 177억원 추정) 한화큐셀의 3Q 180억원에 달하는 대손상각비 제거로 실적 반등이 예상됨(149억원)에 따라 태양광 전체 영업이익은 326억원으로 크게 개선될 것으로 전망한다.

**1Q19부터 기초소재 반등, 그 중 PVC 주목:** 한화케미칼의 1Q19 영업이익은 1,335억원으로 반등할 것으로 예상된다. 기초소재의 비용 반영 제거, 4Q 역래깅 효과가 마무리되고 저가 투입 원재료가 본격적으로 반영되며 이익 반등 폭이 커질 것으로 예상된다. 주목할 것은 PVC다. 상대적으로 중국 석탄/아세틸렌 가격 하락 폭이 크지 않아 역내 PVC 가격은 견조했다. 반면 에틸렌/납사는 급락함에 따라 PVC-에틸렌, PVC-납사 spread는 16년말 중국 PVC 환경 규제 수준까지 반등했다. 또한 PE 중에서도 상대적인 공급 부담으로 낙폭이 심했던 LDPE/LLDPE는 19년부터 증설 부담이 완화되기에 LDPE/LLDPE/PVC가 주력인 한화케미칼의 이익 반등이 가파를 것으로 예상된다.

**점진적인 원가 개선 효과, 태양광 시장 반등에 초점:** 한화케미칼에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 28,000원을 유지하며 화학 top-picks로 추천한다. 19년 순증설/원가 요인을 고려했을 때 화학제품 중 가장 반등 폭이 클 것으로 예상되는 LDPE/PVC에 대한 매출 비중이 가장 높고, 글로벌 태양광 시장 반등이 예상되는 가운데 한화큐셀코리아가 온기 반영된다. 비중확대를 추천한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)						Stock Data													
(단위: 십억원 원 배 %)																			
FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E	52주 최저/최고	15,300/36,200원												
매출액	9,259	9,342	8,844	10,071	10,919	KOSDAQ /KOSPI	686/2,076pt												
(증가율)	15.2	0.9	-5.3	13.9	8.4	시가총액	34,906억원												
영업이익	779	756	486	687	812	60일-평균거래량	1,093,924												
(증가율)	131.2	-2.9	-35.8	41.4	18.2	외국인지분율	23.7%												
차배주순이익	755	825	481	645	752	60일-외국인지분율변동추이	-0.6%p												
EPS	4,593	5,001	2,956	3,962	4,625	주요주주	한화 외 3인 36.7%												
PER (H/L)	6.3/4.8	7.7/4.8	6.8	5.1	4.4														
PBR (H/L)	0.9/0.7	1.1/0.7	0.5	0.5	0.4	<table border="1"> <thead> <tr> <th>주가상승률</th> <th>1M</th> <th>3M</th> <th>12M</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>절대기준</td> <td>7.8</td> <td>27.8</td> <td>-34.9</td> </tr> <tr> <td>상대기준</td> <td>6.6</td> <td>31.1</td> <td>-21.9</td> </tr> </tbody> </table>		주가상승률	1M	3M	12M	절대기준	7.8	27.8	-34.9	상대기준	6.6	31.1	-21.9
주가상승률	1M	3M	12M																
절대기준	7.8	27.8	-34.9																
상대기준	6.6	31.1	-21.9																
EV/EBITDA (H/L)	7.0/6.1	8.2/6.3	7.1	5.5	4.7														
영업이익률	8.4	8.1	5.5	6.8	7.4														
ROE	15.2	14.6	7.7	9.6	10.3														

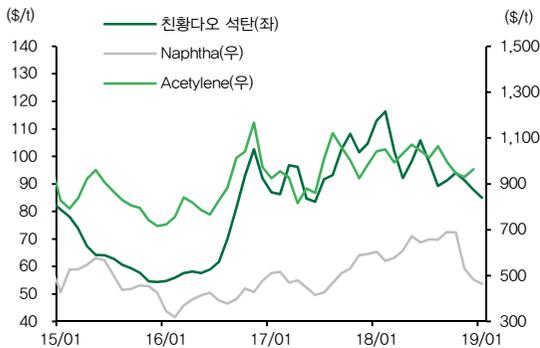
도표 159. 한화케미칼 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원 %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
연결 매출액	2,076	2,251	2,312	2,206	2,219	2,530	2,612	2,711	9,342	8,844	10,071
%YoY	-5.3	-9.5	0.0	-6.2	6.9	12.4	13.0	22.9	0.9	-5.3	13.9
%QoQ	-11.7	8.4	2.7	-4.6	0.6	14.0	3.2	3.8			
기초소재	1,094	1,154	1,130	871	891	996	1,003	963	4,328	4,249	3,852
가공소재	231	257	274	268	254	262	280	273	982	1,031	1,070
리테일	178	178	160	195	189	188	169	207	715	710	753
한화큐셀(이전 태양광)	827	806	818	596	485	564	568	653	3,415	3,047	2,270
한화큐셀코리아				300	420	541	615	660	1,280	1,919	2,237
기타	243	270	268	255	243	270	268	255	1,480	1,036	1,036
연결 영업이익	172	184	94	36	134	190	207	156	756	486	687
%YoY	-12.5	-15.7	-56.4	-71.7	-22.4	3.3	120.3	339.5	-2.9	-35.8	41.4
%QoQ	36.8	7.1	-49.1	-62.1	275.4	42.6	8.5	-24.3			
기초소재	148	182	88	-15	90	131	124	61	631	403	406
가공소재	-6	2	-2	1	1	1	0	0	2	-4	3
리테일	5	1	2	16	4	0	4	15	23	23	23
한화큐셀(이전 태양광)	35	-4	0	15	7	14	24	25	14	45	70
한화큐셀코리아				18	30	43	54	55	72	173	182
기타	2	7	8	3	2	3	3	3	75	19	10
영업이익률	8.3	8.2	4.1	1.6	6.0	7.5	7.9	5.8	8.1	5.5	6.8
기초소재	13.6	15.7	7.8	-1.7	10.2	13.2	12.3	6.3	14.6	9.5	10.6
가공소재	-2.6	0.8	-0.5	0.5	0.5	0.5	0.0	0.0	0.2	-0.4	0.2
리테일	2.7	0.7	0.9	8.0	2.3	0.1	2.3	7.3	3.2	3.3	3.1
한화큐셀(이전 태양광)	4.2	-0.5	0.0	2.5	1.5	2.4	4.3	3.9	0.4	1.5	3.1
한화큐셀코리아				5.9	7.1	8.0	8.8	8.3	5.6	9.0	8.1
기타	0.7	2.7	2.9	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	5.1	1.9	1.0

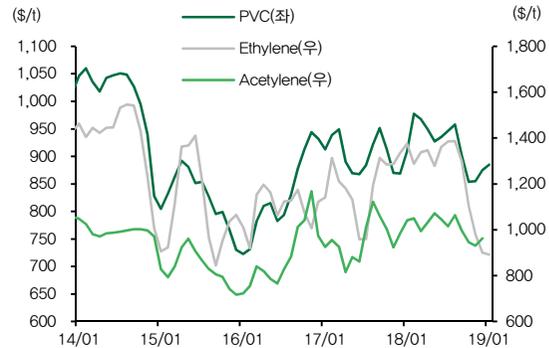
자료: 한화케미칼, DB금융투자

도표 160. 납사 급락 vs. 석탄/아세틸렌 하락 폭 미미



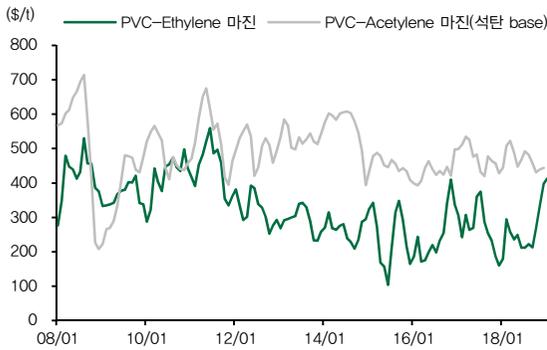
자료: Bloomberg, Cischem, EA, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 161. PVC 절대가격은 중국 아세틸렌 추이와 유사



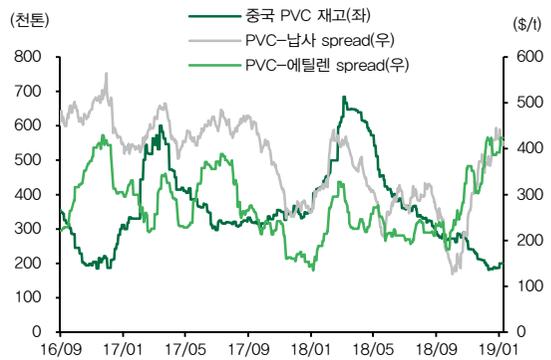
자료: Bloomberg, Cischem, EA, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 162. PVC-아세틸렌 마진 유지 vs. PVC-E 마진 급등



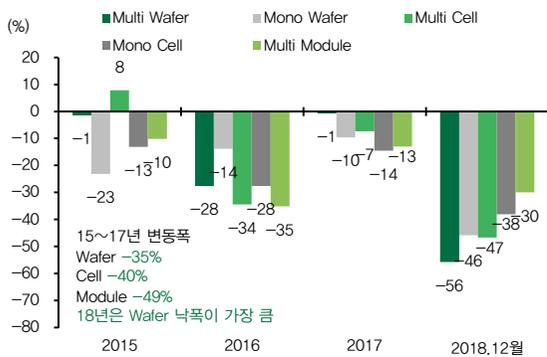
자료: Bloomberg, Cischem, EIA, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 163. PVC 재고 20만톤 하회: PVC-E/N spread 변동



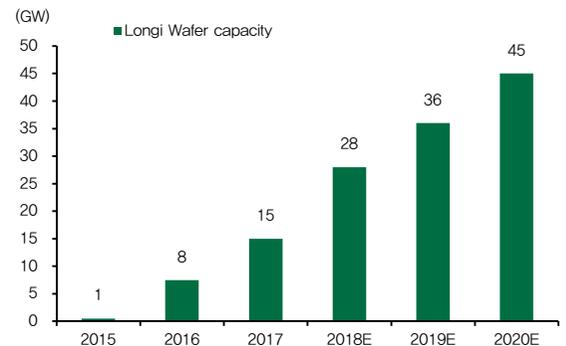
자료: Bloomberg, Cischem, EIA, KITA, Platts, Wind, 산업자료, DB금융투자

도표 164. 18년 웨이퍼 가격 급락에 따른 셀/모듈 수익성 변동



자료: Bloomberg, PV insights, DB금융투자

도표 165. 글로벌 no.1 웨이퍼 업체인 Longi의 공격적인 증설



자료: Longi, DB금융투자

도표 166. 글로벌 셀/모듈 top-tier 수익성 추이: 17년 대비 소폭 반등

(단위: 백만달러, %)

	2016	2017	1Q18	2Q18	3Q18	비고
1. Jinko Solar						
매출액	3,337.0	3,949.0	728.1	915.9	974.8	3Q18 Cell 6.5GW / Module 10GW
영업이익	257.0	49.0	20.0	14.0	27.0	
영업이익률	7.7%	1.2%	2.7%	1.5%	2.8%	
2. 한화큐셀						
매출액	2,426.6	2,188.9	443.0	518.4	559.3	2Q18 Cell 4.3GW / Module 4.3GW
영업이익	192.1	25.6	33.1	4.8	1.2	3Q18 일회성 비용 제거한 실적
영업이익률	7.9%	1.2%	7.5%	0.9%	0.2%	
3. Canadian Solar						
매출액	2,853.0	3,390.4	1,424.9	650.6	768.0	3Q18 Cell 6.3GW / Module 8.7GW
영업이익	93.2	269.3	78.2	53.9	96.0	
영업이익률	3.3%	7.9%	5.5%	8.3%	12.5%	

자료: 각 사, DB금융투자

대차대조표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산실익원					
유동자산	4,524	4,222	4,538	4,732	5,001
현금및현금성자산	1,012	805	719	636	489
매출채권및기타채권	1,567	1,712	1,744	1,755	1,978
재고자산	1,421	1,144	1,474	1,599	1,725
비유동자산	9,294	9,427	9,588	9,707	9,801
유형자산	5,761	5,588	5,720	5,833	5,932
무형자산	426	422	433	439	435
투자자산	2,629	2,987	3,155	3,155	3,155
자산총계	13,818	13,649	14,125	14,439	14,802
유동부채	4,963	4,894	4,614	4,558	4,442
매입채무및기타채무	1,920	1,802	1,729	1,873	1,957
단기차입금및단기차채	1,855	2,012	1,792	1,592	1,392
유동성장기부채	400	630	630	630	630
비유동부채	3,387	2,568	2,926	2,726	2,526
사채및장기차입금	2,575	1,776	2,106	1,906	1,706
부채총계	8,350	7,462	7,540	7,284	6,968
자본금	830	830	821	821	821
자본잉여금	828	829	829	829	829
이익잉여금	3,586	4,365	4,789	5,352	6,023
비지배주주지분	183	172	155	161	169
자본총계	5,468	6,187	6,585	7,155	7,834

현금흐름표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산실익원					
영업활동현금흐름	1,151	916	236	784	718
당기순이익	771	835	463	651	760
현금유출이없는비용및수익	424	200	367	455	486
유형및무형자산상각비	445	436	484	501	516
영업관련자산부채변동	-122	-198	-396	-117	-288
매출채권및기타채권의감소	113	-46	-32	-11	-224
재고자산의감소	166	233	-330	-125	-126
매입채무및기타채무의증가	72	132	-73	144	84
투자활동현금흐름	-460	-403	-212	-260	-249
CAPEX	-615	-492	-600	-600	-600
투자자산의손증	99	235	287	386	392
재무활동현금흐름	-318	-686	-110	-606	-617
사채및차입금의 증가	-199	-389	110	-400	-400
자본금및자본잉여금의증가	13	1	-8	0	0
배당금지급	-25	-58	-58	-57	-81
가타현금흐름	-5	-35	0	0	0
현금의증가	368	-207	-86	-82	-147
기초현금	645	1,012	805	719	636
기말현금	1,012	805	719	636	489

자료: 한화케미칼 DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산실익원					
매출액	9,259	9,342	8,844	10,071	10,919
매출원가	7,211	7,386	7,235	8,105	8,721
매출총이익	2,048	1,956	1,609	1,966	2,198
판매비	1,268	1,199	1,123	1,279	1,386
영업이익	779	756	486	687	812
EBITDA	1,225	1,192	970	1,187	1,327
영업외손익	107	309	176	169	188
금융손익	-151	-132	-138	-134	-121
투자손익	423	593	455	386	392
가타영업외손익	-165	-152	-141	-83	-83
세전이익	886	1,066	662	857	1,000
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	771	835	463	651	760
지배주주지분순이익	755	825	481	645	752
비지배주주지분순이익	16	10	-18	7	8
총포괄이익	668	791	463	651	760
증감률(%YoY)					
매출액	15.2	0.9	-5.3	13.9	8.4
영업이익	131.2	-2.9	-35.8	41.4	18.2
EPS	295.7	8.9	-40.9	34.0	16.8

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 가타영업외손익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2016	2017	2018E	2019E	2020E
당당치(배)					
EPS	4,593	5,001	2,956	3,962	4,625
BPS	31,850	36,250	39,565	43,030	47,159
DPS	350	350	350	500	500
Multiple(배)					
P/E	5.4	6.3	6.8	5.1	4.4
P/B	0.8	0.9	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	6.4	7.3	7.1	5.5	4.7
수익성(%)					
영업이익률	8.4	8.1	5.5	6.8	7.2
EBITDA마진	13.2	12.8	11.0	11.8	12.4
순이익률	8.3	8.9	5.2	6.5	7.0
ROE	15.2	14.6	7.7	9.6	10.3
ROA	5.6	6.1	3.3	4.6	5.2
ROC	9.6	8.7	4.8	6.9	7.9
안정성및기타					
부채비율(%)	152.7	120.6	114.5	101.8	89.0
이자보상배율(배)	4.5	5.1	3.2	4.6	6.0
배당성향(배)	7.4	6.8	12.2	12.4	10.6

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 '독점규제 및 공정거래에 관한 법률' 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이견 비율 (2019-01-07 기준) - 매수(79.0%) 중립(21.0%) 매도(0.0%)

- 기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
  - Buy: 초과 상승률 10%p 이상
  - Hold: 초과 상승률 -10~10%p
  - Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

- 업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
  - Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
  - Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
  - Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

한화케미칼 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
16/04/12	Buy	30,000	-15.7	-4.2	18/11/14	Buy	28,000	-	-
17/04/10	Buy	36,000	-22.9	-14.3					
17/06/21	Buy	39,000	-16.5	-2.6					
18/01/16	Buy	46,000	-35.1	-21.3					
18/06/25	Buy	41,000	-49.1	-44.8					
18/08/16	Buy	37,000	-46.0	-42.4					
18/09/14	Buy	32,000	-45.0	-39.7					

# 금호석유

011780

목표주가(하향) 95,000원 | 현재주가(01/14) 89,100원 | Up/Downside +6.6% | 투자의견(유지) Hold

2019. 01. 15

## 견조하지만, 페놀의 추가 수익성 상승은 어렵다

**4Q18E 영업이익 1,116억원, 수요 부진/역래킹 영향:** 금호석유의 4Q18 영업이익은 1,116억원 (QoQ-26.1%/YoY+17.5%)으로 시장 컨센서스 1,164억원에 부합할 것으로 전망한다. 중국 자동차/가전 판매 둔화, 미중 무역분쟁에 따른 전반적인 수요 위축이 나타나며 고무/수지의 이익 둔화 폭이 커질 것으로 판단된다. 게다가 고가 BD 투입에 따른 역래킹 효과까지 반영된 것으로 판단된다. 페놀유도체 역시 역래킹 영향으로 3Q 대비로는 부진하지만 여전히 견조한 실적이 유지될 것으로 예상한다.

**1Q19 실적 반등, 다만 페놀유도체의 호황은 peak를 지나고 있음을 염두:** 금호석유의 1Q19 영업 이익은 1,459억원으로 반등할 것으로 예상된다. 4Q 역래킹 효과가 마무리되고 저가 투입 원재료가 본격적으로 반영되며 전반적인 사업부문의 이익 반등 폭이 커질 것으로 예상된다. 다만 염두해야 할 것은 페놀 제품 chain이 peak를 지나고 있다는 점이다. 가장 downstream인 PC는 18년부터 중국 중심의 증설이 증가하며, BPA/페놀 역시 19년~20년 글로벌 순증설이 증가한다. Downstream의 가격 조정은 원재료 시황에 영향을 줄 수 밖에 없음을 고려하자.

**이익은 견조하지만, 감익 risk에 대비:** 금호석유의 19년 순익 추정치를 12% 하향 조정하고 목표 주가를 95,000원으로 하향 조정한다. 페놀유도체의 호황이 진행되며 18년 이익이 급증했다. 하지만 downstream 부터 증가하고 있는 순증설 부담을 고려할 때 Peak에 대비할 시점이라고 판단한다. 반등의 계기는 고무다. 장기간의 시황 둔화로 기존 설비들의 폐쇄들이 이어지고 있고 금호석유의 고무 수익성은 미미하지만 점진적으로 4년째 반등이 이어지고 있다. 수요 회복의 기미가 잘 보이지 않은 것은 사실이지만 고무 시황의 변동성을 주목해야 할 것으로 판단한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)						Stock Data													
(단위: 십억원 원 배 %)																			
FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E	52주 최저/최고	80,100/117,000원												
매출액	3,970	5,065	5,511	5,040	5,125	KOSDAQ /KOSPI	686/2,076pt												
(증가율)	0.9	27.6	8.8	-8.5	1.7	시가총액	27,726억원												
영업이익	157	263	582	520	488	60일-평균거래량	121,425												
(증가율)	-4.2	67.2	121.6	-10.6	-6.2	외국인지분율	34.4%												
자배주주순이익	73	214	500	408	366	60일-외국인지분율변동추이	+0.0%p												
EPS	2,320	6,906	16,251	13,238	11,849	주요주주	박찬구 외 5인 24.7%												
PER (H/L)	36.1/20.2	14.6/9.6	5.4	6.7	7.5														
PBR (H/L)	1.7/1.0	1.8/1.2	1.3	1.1	1.0	<table border="1"> <thead> <tr> <th>주가상승률</th> <th>1M</th> <th>3M</th> <th>12M</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>절대기준</td> <td>8.6</td> <td>11.5</td> <td>-16.1</td> </tr> <tr> <td>상대기준</td> <td>7.4</td> <td>14.4</td> <td>0.5</td> </tr> </tbody> </table>		주가상승률	1M	3M	12M	절대기준	8.6	11.5	-16.1	상대기준	7.4	14.4	0.5
주가상승률	1M	3M	12M																
절대기준	8.6	11.5	-16.1																
상대기준	7.4	14.4	0.5																
EV/EBITDA (H/L)	12.6/9.7	10.1/7.9	5.1	5.0	4.7														
영업이익률	4.0	5.2	10.6	10.3	9.5														
ROE	4.6	12.3	24.2	16.5	13.0														

도표 167. 금호석유 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원 %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
연결 매출액	1,340	1,442	1,451	1,279	1,254	1,292	1,302	1,192	5,065	5,511	5,040
%YoY	-4.9	16.4	20.4	5.5	-6.4	-10.4	-10.2	-6.8	27.6	8.8	-8.5
%QoQ	10.5	7.6	0.6	-11.8	-1.9	3.0	0.8	-8.5			
합성고무	475	517	540	479	473	482	489	431	2,068	2,010	1,875
합성수지	300	324	321	272	254	282	282	262	1,206	1,217	1,080
페놀유도체	416	453	454	391	379	393	393	359	1,181	1,714	1,524
에너지 및 기타	150	148	137	136	148	135	138	140	610	571	561
연결 영업이익	166	154	151	112	146	130	124	120	263	582	520
%YoY	152.2	247.5	161.4	17.5	-12.0	-15.3	-17.6	7.5	67.9	121.6	-10.6
%QoQ	74.7	-7.4	-1.7	-26.1	30.8	-10.9	-4.3	-3.6			
합성고무	34	42	27	8	31	34	28	26	55	111	119
합성수지	24	17	10	1	7	10	6	5	61	52	28
페놀유도체	67	69	78	70	72	61	59	55	28	284	248
에너지 및 기타	40	25	36	33	35	25	31	34	118	134	125
영업이익률	12.4	10.6	10.4	8.7	11.6	10.1	9.6	10.1	5.2	10.6	10.3
합성고무	7.2	8.2	5.0	1.7	6.6	7.0	5.7	6.0	2.7	5.5	6.4
합성수지	8.1	5.3	3.0	0.3	2.6	3.6	2.1	1.9	5.0	4.3	2.6
페놀유도체	16.2	15.2	17.3	17.8	19.1	15.6	15.1	15.4	2.4	16.6	16.3
에너지 및 기타	26.7	17.0	26.3	24.3	23.9	18.2	22.5	24.3	19.4	23.5	22.3

자료: 금호석유, DB금융투자

대차대조표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산실역원					
유동자산	1,255	1,333	1,615	1,694	1,668
현금및현금성자산	197	234	368	546	531
매출채권및기타채권	567	621	645	593	599
재고자산	446	427	551	504	486
비유동자산	3,291	3,247	3,290	3,270	3,253
유형자산	2,565	2,440	2,450	2,432	2,417
무형자산	17	15	12	10	8
투자자산	665	769	805	805	805
자산총계	4,546	4,580	4,905	4,964	4,921
유동부채	2,146	1,914	1,968	1,742	1,459
매입채무및기타채무	596	626	680	654	671
단기차입금및단기차입금	982	900	900	700	500
유동성장기부채	539	326	326	326	226
비유동부채	673	709	509	409	309
사채및장기차입금	560	583	383	283	183
부채총계	2,818	2,623	2,477	2,151	1,768
자본금	167	167	167	167	167
자본잉여금	267	267	267	267	267
이익잉여금	1,208	1,403	1,858	2,222	2,543
비자배주주지분	108	114	130	151	170
자본총계	1,728	1,957	2,428	2,813	3,153

현금흐름표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산실역원					
영업활동현금흐름	297	421	555	673	603
당기순이익	81	218	516	430	385
현금유출이없는비용및수익	310	310	289	302	312
유형및무형자산상각비	206	218	224	220	217
영업관련자산부채변동	-20	-40	-112	73	28
매출채권및기타채권의감소	-94	-61	-24	52	-7
재고자산의감소	-51	19	-124	47	18
매입채무및기타채무의증가	118	21	54	-26	17
투자활동현금흐름	-251	-106	-137	-101	-135
CAPEX	-273	-106	-230	-200	-200
투자자산의손증	29	-15	84	80	60
재무활동현금흐름	104	-277	-285	-394	-482
사채및차입금의 증가	165	-262	-200	-300	-400
자본금및자본잉여금의증가	-1	0	0	0	0
배당금지급	-22	-22	-27	-45	-45
기타현금흐름	0	-1	0	0	0
현금의증가	150	37	133	178	-15
기초현금	47	197	234	368	546
기말현금	197	234	368	546	531

자료: 금호석유, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산실역원					
매출액	3,970	5,065	5,511	5,040	5,125
매출원가	3,638	4,637	4,771	4,375	4,490
매출총이익	333	428	740	665	635
판매비	176	166	158	144	147
영업이익	157	263	582	520	488
EBITDA	363	481	805	740	705
영업외손익	-44	27	71	42	19
금융손익	-67	-28	-48	-30	-33
투자손익	28	89	120	80	60
기타영업외손익	-5	-34	-1	-8	-8
세전이익	113	290	653	562	507
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	81	218	516	430	385
자배주주지분순이익	73	214	500	408	366
비자배주주지분순이익	8	4	15	21	19
총포괄이익	92	251	516	430	385
증감률(%YoY)					
매출액	0.9	27.6	8.8	-8.5	1.7
영업이익	-4.2	67.2	121.6	-10.6	-6.2
EPS	-39.2	197.7	135.3	-18.5	-10.5

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산실역원 % 배	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당주요지표(원)					
EPS	2,320	6,906	16,251	13,238	11,849
BPS	48,363	55,019	68,614	79,469	89,060
DFS	800	1,000	1,600	1,600	1,600
Multiple(배)					
P/E	35.3	14.4	5.4	6.7	7.5
P/B	1.7	1.8	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	12.5	10.0	5.1	5.0	4.7
수익성(%)					
영업이익률	4.0	5.2	10.6	10.3	9.5
EBITDA마진	9.1	9.5	14.6	14.7	13.8
순이익률	2.0	4.3	9.4	8.5	7.5
ROE	4.6	12.3	24.2	16.5	13.0
ROA	1.8	4.8	10.9	8.7	7.8
ROC	3.8	6.7	15.8	13.6	13.0
안정성및기타					
부채비율(%)	163.1	134.0	102.0	76.5	56.1
이자보상배율(배)	2.7	4.0	10.1	10.6	13.0
배당성향(배)	24.2	11.1	7.7	9.3	10.3

Compliance Notice

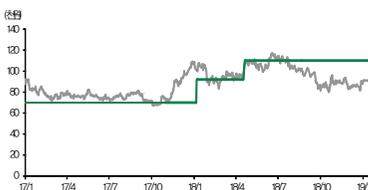
- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 '독점규제 및 공정거래에 관한 법률' 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이견 비율 (2019-01-07 기준) - 매수(79.0%) 중립(21.0%) 매도(0.0%)

- 1년 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
  - Buy: 초과 상승률 10%p 이상
  - Hold: 초과 상승률 -10~10%p
  - Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

- 업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
  - Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
  - Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
  - Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

금호석유 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
16/10/04	Hold	70,000	9.8	31.9					
17/10/04		1년경과	19.5	55.0					
18/01/16	Hold	92,000	3.8	16.8					
18/04/30	Hold	110,000	-10.8	6.4					
19/01/15	Hold	95,000	-	-					

BUY(유지)

OCI

010060

목표주가(하향) 130,000원 현재주가(01/14) 94,600원 Up/Downside +37.4% 투자 의견(유지) Buy

2019. 01. 15

## 바닥을 통과하고 있는 태양광 시장

**4Q18E 영업적자 121억원, 폴리실리콘 부진 지속:** OCI의 4Q18 영업이익은 -121억원으로 시장 컨센서스 22억원을 하회할 것으로 전망한다. 18.6월부터 급락하던 폴리실리콘 가격은 4Q에도 하락세가 이어졌다.(3Q18 평균 \$11.0/kg→4Q18 \$9.8/kg) 폴리실리콘의 하락이 지속됨에 따라 4Q18 가동률 반등에 따른 물량 증가 및 계절적인 전기료 절감 요인에도 불구하고 베이직케미칼은 -548억원의 큰 폭의 적자가 예상되어 3Q와 유사한 실적이 유지될 것으로 판단된다. 4Q18 비수기에 따른 spread 하락 및 정기보수 영향으로 탄소소재 역시 349억원으로 실적이 둔화될 것으로 판단된다.

**19년 태양광 설치수요 반등을 전망, 폴리실리콘 시장은 바닥을 지나고 있는 중:** OCI의 1Q19 영업이익은 32억원으로 BEP 수준일 것으로 예상된다. 폴리실리콘 가격 반등이 지연되고 있는 가운데 2월은 춘절 영향으로 설치 수요가 많지 않기에 태양광 설치 수요 및 본격적인 제품 가격 반등은 춘절 이후로 지연될 것으로 예상된다. 하지만 분명한 것은 태양광 제품가격 급락으로 태양광 발전의 경쟁력은 크게 상향되었으며 이는 선진국을 중심으로 한 분산발전 수요 증가, 인도의 수요 목표 달성을 위한 정책 수요 등을 자극할 것이다. 또한 중국 정부가 보조금과 무관한 태양광 프로젝트에 대해 설치 제한을 풀어주는 장려 정책을 발표했으며 18년말에 거론되었던 20년 설치 목표 상향 가능성도 남아 있다. 태양광 및 폴리실리콘 시장이 바닥을 통과하고 있음을 주목하자.

**점진적인 원가 개선 효과, 태양광 시장 반등에 초점:** 폴리실리콘 반등 지연, 그에 따른 실적 하향 조정으로 OCI의 목표주가를 13만원으로 하향하지만 투자 의견 Buy를 유지한다. 현재 폴리실리콘 spot 수준에서 EBITDA 흑자를 실현할 수 있는 업체는 2~3개에 불과하다. 시장 반등은 시점의 문제일 뿐, 나타날 수 밖에 없다. 말레이시아 폴리실리콘 공장의 성공적인 인수/재가동으로 한국 외 높은 원가 경쟁력을 보유하게 된 OCI는 시장 반등시 가장 탄력적인 상승이 가능함을 염두하자.

Investment Fundamentals (IFRS연결)						Stock Data													
(단위: 십억원 원 배 %)																			
FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E	52주 최저/최고	81,200/179,000원												
매출액	2,737	3,632	3,194	3,291	3,412	KOSDAQ /KOSPI	686/2,076pt												
(증가율)	18.9	32.7	-12.0	3.0	3.7	시가총액	23,038억원												
영업이익	133	284	190	195	293	60일-평균거래량	195,518												
(증가율)	흑전	114.7	-33.3	3.0	50.1	외국인지분율	24.3%												
지배주주순이익	242	235	138	124	201	60일-외국인지분율변동추이	-0.8%p												
EPS	10,151	9,849	5,782	5,211	8,417	주요주주	이화영 외 33 인 22.4%												
PER (H/L)	12.1/5.9	13.9/7.8	18.5	18.8	11.6														
PBR (H/L)	0.9/0.5	1.0/0.5	0.7	0.7	0.6	<p>주가상승률</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>1M</th> <th>3M</th> <th>12M</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>절대기준</td> <td>-8.4</td> <td>-2.5</td> <td>-44.8</td> </tr> <tr> <td>상대기준</td> <td>-9.4</td> <td>0.0</td> <td>-33.8</td> </tr> </tbody> </table>			1M	3M	12M	절대기준	-8.4	-2.5	-44.8	상대기준	-9.4	0.0	-33.8
	1M	3M	12M																
절대기준	-8.4	-2.5	-44.8																
상대기준	-9.4	0.0	-33.8																
EV/EBITDA (H/L)	10.9/7.5	7.1/4.8	7.7	7.0	5.4														
영업이익률	4.8	7.8	5.9	5.9	8.6														
ROE	7.9	7.2	4.0	3.5	5.5														

도표 168. OCI 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원 %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
연결 매출액	857	785	766	787	765	825	852	850	3,632	3,194	3,291
%YoY	-24.7	12.3	-18.7	-7.7	-10.8	5.1	11.3	8.1	32.6	-12.1	3.0
%QoQ	0.5	-8.4	-2.5	2.7	-2.8	7.9	3.3	-0.2			
베이지케미칼	427	381	298	353	330	402	417	436	1,684	1,459	1,584
석유화학&카본소재	410	367	343	380	384	366	386	359	1,320	1,500	1,495
에너지솔루션	92	99	168	97	94	100	92	99	811	456	385
연결 영업이익	106	80	16	-12	3	49	65	77	284	190	195
%YoY	50.4	150.5	-80	적전	-97.0	-38.1	319.0	흑전	125.7	-33.2	3.0
%QoQ	4	-24.8	-80.5	적전	흑전	1,443.2	32.1	18.2			
베이지케미칼	36	21	-59	-55	-50	-5	6	26	108	-57	-23
석유화학&카본소재	68	54	54	35	45	46	56	42	208	211	189
에너지솔루션	9	14	27	14	15	15	10	15	9	64	54
영업이익률	12.4	10.2	2.0	-1.5	0.4	6.0	7.7	9.1	7.8	5.9	5.9
베이지케미칼	8.4	5.5	-19.8	-15.5	-15.3	-1.2	1.5	6.1	6.4	-3.9	-1.4
석유화학&카본소재	16.6	14.7	15.7	9.2	11.8	12.5	14.4	11.7	15.8	14.1	12.6
에너지솔루션	9.8	14.1	16.1	14.6	15.6	14.8	10.6	15.3	1.1	14.1	14.1

자료: OCI, DB금융투자

**대차대조표**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산실익원					
유동자산	1,981	2,098	1,954	1,672	1,743
현금및현금성자산	339	914	529	215	232
매출채권및기타채권	579	534	555	571	591
재고자산	790	358	456	470	504
비유동자산	4,267	3,979	4,095	4,159	4,147
유형자산	3,463	3,291	3,359	3,422	3,410
무형자산	34	43	44	45	45
투자자산	153	85	131	131	131
자산총계	6,249	6,078	6,049	5,831	5,890
유동부채	1,438	1,214	1,442	1,328	1,231
매입채무및기타채무	364	416	444	430	433
단기차입금및단기차입금	165	233	233	233	233
유동성장기부채	875	520	720	620	520
비유동부채	1,546	1,448	1,078	878	878
시차및장기차입금	1,204	1,163	793	593	593
부채총계	2,984	2,662	2,520	2,206	2,109
자본금	127	127	127	127	127
자본잉여금	786	786	786	786	786
이익잉여금	2,257	2,477	2,589	2,685	2,838
비지배주주지분	69	63	65	66	68
자본총계	3,265	3,416	3,529	3,626	3,781

**현금흐름표**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산실익원					
영업활동현금흐름	408	480	400	413	489
당기순이익	219	233	139	126	203
현금유출이없는비용및수익	239	354	371	369	416
유형및무형자산상각비	306	305	285	289	315
영업관련자산부채변동	18	-49	-71	-47	-69
매출채권및기타채권의감소	-12	-5	-21	-16	-20
재고자산의감소	163	67	-98	-14	-33
매입채무및기타채무의증가	19	0	28	-14	3
투자활동현금흐름	-139	416	-506	-346	-296
CAPEX	-442	-113	-350	-350	-300
투자자산의손증	-34	69	-46	0	0
재무활동현금흐름	-404	-295	-279	-381	-176
시차및차입금의 증가	-376	-336	-170	-300	-100
자본금및자본잉여금의증가	-11	0	0	0	0
배당금지급	-5	-10	-47	-26	-29
기타현금흐름	-3	-26	0	0	0
현금의증가	-138	575	-385	-314	17
기초현금	477	339	914	529	215
기말현금	339	914	529	215	232

자료: OCI, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

**손익계산서**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산실익원					
매출액	2,737	3,632	3,194	3,291	3,412
매출원가	2,397	3,133	2,804	2,889	2,905
매출총이익	340	498	390	402	507
판매비	207	214	201	207	214
영업이익	133	284	190	195	293
EBITDA	438	590	474	484	608
영업외손익	-237	-5	-11	-34	-29
금융손익	-41	-82	-46	-44	-39
투자손익	2	3	0	0	0
기타영업외손익	-198	74	35	10	10
세전이익	-103	280	178	161	263
중단사업이익	105	-11	0	0	0
당기순이익	219	233	139	126	203
자배주주지분순이익	242	235	138	124	201
비지배주주지분순이익	-23	-2	1	1	2
총포괄이익	227	161	139	126	203
증감률(%YoY)					
매출액	18.9	32.7	-12.0	3.0	3.7
영업이익	흑전	114.7	-33.3	3.0	50.1
EPS	141.4	-3.0	-41.3	-9.9	61.5

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

**주요 투자지표**

12월 결산실익원 % 배	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	10,151	9,849	5,782	5,211	8,417
BPS	133,995	140,563	145,245	149,255	155,672
DPS	400	1,950	1,700	2,000	2,400
Multiple(배)					
P/E	7.8	13.8	18.5	18.8	11.6
P/B	0.6	1.0	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	8.4	7.1	7.7	7.0	5.4
수익성(%)					
영업이익률	4.8	7.8	5.9	5.9	8.6
EBITDA마진	16.0	16.2	14.9	14.7	17.8
순이익률	8.0	6.4	4.4	3.8	5.9
ROE	7.9	7.2	4.0	3.5	5.5
ROA	3.2	3.8	2.3	2.1	3.5
ROC	-2.9	5.7	3.6	3.6	5.3
안정성및기타					
부채비율(%)	91.4	77.9	71.4	60.8	55.8
이자보상배율(배)	2.0	3.8	3.0	3.6	6.2
배당성향(배)	4.3	20.0	29.1	38.0	28.2

**Compliance Notice**

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 '독점규제 및 공정거래에 관한 법률' 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 당 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정중하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

**1년간 투자이견 비율 (2019-01-07 기준) - 매수(79.0%) 중립(21.0%) 매도(0.0%)**

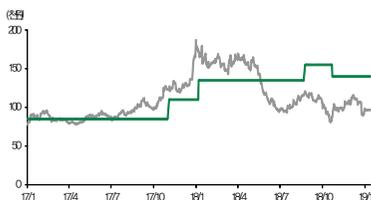
기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

**OCI 현주가 및 목표주가 차트**



**최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경**

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
16/11/14	Hold	85,000	5.6	49.4					
17/11/13	Hold	110,000	23.2	69.5					
18/01/16	UNDER	135,000	0.8	-30.7					
18/09/03	Buy	155,000	-32.4	-22.9					
18/11/01	Buy	140,000	-26.9	-17.5					
19/01/15	Buy	130,000	-	-					

BUY(유지)

SKC

011790

목표주가(하향) 45,000원 현재주가(01/14) 38,200원 Up/Downside +17.8% 투자의견(유지) Buy

2019. 01. 15

## 안정적인 실적, 견고한 성장

**4Q18 영업이익 554억원, 화학/필름 부진을 성장사업이 만회:** SKC의 4Q18 영업이익은 554억원 (QoQ+2.6%/YoY+21.8%)으로 시장 컨센서스 543억원에 부합할 것으로 전망한다. 화학은 유가 하락에 따른 역래깅 및 비수기 영향으로 둔화가 예상되고 Industry 소재(필름) 역시 비수기로 재차 적자전환이 예상된다. 하지만 성장사업 부문은 텔레시스의 계절적 성수기 효과, 바이오랜드의 실적 호조 등에 힘입어 3Q 대비 약 110억원 개선될 것으로 예상되어 화학/필름 부진을 만회할 것으로 판단된다.

**1Q19 실적 둔화되지만 안정적인 실적 기초는 이어질 것:** 1Q19 영업이익은 528억원으로 4Q18 대비 소폭 하향 조정될 것으로 판단된다. 성장사업 부문이 비수기로 접어들기 때문이다. 하지만 Industry 소재의 원재료(MEG/PTA) 하락 효과가 반영되면서 흑자전환이 예상된다. SKC의 2019년 영업이익은 2,243억원(YoY+10.1%)으로 안정적인 성장이 이어질 것으로 판단된다. 화학은 경쟁사 증설 영향으로 이익 둔화가 예상되지만 여전히 높은 수익성이 유지될 것으로 판단되며 Industry 소재는 원가 절감, 구조조정 효과 등이 반영되며 흑자전환을 전망한다. 성장사업은 반도체 소재의 꾸준한 매출 증가, 바이오랜드 증설 효과 등이 반영되며 실적 개선을 이끌 것으로 판단된다.

**극심한 시황 변동의 안정적인 대안:** 화학 부문의 이익을 하향 조정하며 목표주가를 45,000원으로 하향 조정하지만 투자의견 Buy를 유지한다. 화학의 이익 눈높이는 낮춰야 하지만 여전히 cash-cow역할은 충실히 수행할 수 있으며 IT소재 매출 증가에 따른 성장동력은 여전히 유효하고 시장의 기대치를 충족시키고 있다. 극심한 시황 변동의 안정적인 대안으로서 매력력이 부각될 것으로 예상된다.

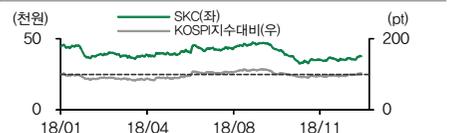
### Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,359	2,654	2,784	2,754	2,910
(증가율)	-4.3	12.5	4.9	-1.1	5.7
영업이익	149	176	204	224	251
(증가율)	-31.5	17.7	15.9	10.1	11.7
자배주주순이익	43	110	163	167	184
EPS	1,150	2,931	4,352	4,457	4,906
PER (H/L)	29.6/22.2	17.3/9.6	8.2	8.5	7.7
PBR (H/L)	0.9/0.7	1.3/0.7	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA (H/L)	9.5/8.5	10.6/8.2	7.9	7.3	6.6
영업이익률	6.3	6.6	7.3	8.1	8.6
ROE	3.0	7.7	10.8	10.2	10.4

### Stock Data

52주 최저/최고	32,250/47,350원
KOSDAQ /KOSPI	686/2,076pt
시가총액	14,376억원
60일-평균거래량	125,064
외국인지분율	11.6%
60일-외국인지분율변동추이	-1.1%p
주요주주	SK 외 10인 41.7%



### 주가상승률

	1M	3M	12M
절대기준	11.0	-1.0	-14.0
상대기준	9.8	1.5	3.1

도표 169. SKC 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원 %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
연결 매출액	639	726	689	730	621	700	689	744	2,654	2,784	2,754
%YoY	8.8	18.0	-6.9	2.8	-2.8	-3.6	0.0	1.9	12.5	4.9	-1.1
%QoQ	-10.1	13.7	-5.0	5.9	-15.0	12.7	-1.5	8.0			
화학	210	229	229	203	174	183	186	182	785	871	726
Industry 소재	274	291	267	242	260	275	273	246	1,010	1,072	1,052
성장사업	155	206	194	285	187	242	231	317	858	841	976
연결 영업이익	41	53	54	55	53	60	52	60	176	204	224
%YoY	9.0	20.1	12.0	21.8	28.2	12.8	-4.4	8.2	17.7	15.9	10.1
%QoQ	-9.5	28.9	1.7	2.6	-4.7	13.5	-13.8	16.1			
화학	37	41	40	33	34	32	27	29	126	150	121
Industry 소재	-4	2	2	-1	3	7	3	0	-2	-1	14
성장사업	8	10	13	24	15	21	22	31	51	55	89
영업이익률	6.5	7.3	7.8	7.6	8.5	8.6	7.5	8.1	6.6	7.3	8.1
화학	17.5	17.7	17.4	16.2	19.5	17.4	14.3	15.9	16.1	17.2	16.7
Industry 소재	-1.5	0.7	0.6	-0.5	1.3	2.5	1.2	0.2	-0.2	-0.1	1.3
성장사업	5.4	5.0	6.5	8.3	8.2	8.7	9.5	9.6	6.0	6.6	9.1

자료: SKC, DB금융투자

대차대조표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산실익원					
유동자산	801	897	894	932	1,039
현금및현금성자산	105	176	158	200	266
매출채권및기타채권	377	368	391	387	409
재고자산	253	299	290	287	303
비유동자산	2,727	2,770	2,833	2,890	2,942
유형자산	1,866	1,903	1,971	2,033	2,090
무형자산	146	209	204	199	194
투자자산	565	543	543	543	543
자산총계	3,529	3,667	3,727	3,822	3,981
유동부채	863	1,201	1,120	1,130	1,139
매입채무및기타채무	410	428	418	427	436
단기차입금및단기차채	250	298	268	268	268
유동성장기부채	174	441	401	401	401
비유동부채	1,142	873	873	823	823
사채및장기차입금	925	676	676	626	626
부채총계	2,005	2,074	1,993	1,953	1,961
자본금	188	188	188	188	188
자본잉여금	140	140	140	140	140
이익잉여금	1,146	1,239	1,367	1,490	1,626
비지배주주지분	118	144	156	168	182
자본총계	1,524	1,594	1,734	1,869	2,020

현금흐름표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산실익원					
영업활동현금흐름	249	209	263	316	301
당기순이익	29	136	176	180	198
현금유출이없는비용및수익	252	171	163	185	198
유형및무형자산상각비	125	122	137	143	148
영업관련자산부채변동	75	-14	-29	5	-36
매출채권및기타채권의감소	20	5	-24	4	-22
재고자산의감소	30	-12	9	3	-16
매입채무및기타채무의증가	55	-9	-10	10	8
투자활동현금흐름	-4	-176	-133	-144	-148
CAPEX	-80	-120	-200	-200	-200
투자자산의손증	-6	90	85	50	50
재무활동현금흐름	-182	38	-148	-129	-87
사채및차입금의 증가	-194	68	-70	-50	0
자본금및자본잉여금의증가	18	0	0	0	0
배당금지급	-30	-30	-32	-35	-44
기타현금흐름	3	-1	0	0	0
현금의증가	66	71	-18	42	66
기초현금	39	105	176	158	200
기말현금	105	176	158	200	266

자료: SKC, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산실익원					
매출액	2,359	2,654	2,784	2,754	2,910
매출원가	1,949	2,227	2,300	2,252	2,366
매출총이익	410	426	484	502	544
판매비	261	250	281	278	293
영업이익	149	176	204	224	251
EBITDA	274	298	341	367	399
영업외손익	-29	5	19	10	7
금융손익	-46	-50	-64	-38	-41
투자손익	27	68	85	50	50
기타영업외손익	-10	-13	-2	-2	-2
세전이익	120	181	222	234	257
중단사업이익	-32	0	0	0	0
당기순이익	29	136	176	180	198
지배주주지분순이익	43	110	163	167	184
비지배주주지분순이익	-14	26	12	13	14
총포괄이익	45	114	176	180	198
증감률(%YoY)					
매출액	-4.3	12.5	4.9	-1.1	5.7
영업이익	-31.5	17.7	15.9	10.1	11.7
EPS	-84.5	155.0	48.5	2.4	10.1

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산실 % 배	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당주요지표(원)					
EPS	1,150	2,931	4,352	4,457	4,906
BPS	37,457	38,631	42,040	45,317	48,949
DPS	750	900	1,000	1,250	1,350
Multiple(배)					
P/E	28.7	16.0	8.2	8.5	7.7
P/B	0.9	1.2	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	9.4	10.6	7.9	7.3	6.6
수익성(%)					
영업이익률	6.3	6.6	7.3	8.1	8.6
EBITDA마진	11.6	11.2	12.2	13.3	13.7
순이익률	1.2	5.1	6.3	6.5	6.8
ROE	3.0	7.7	10.8	10.2	10.4
ROA	0.8	3.8	4.8	4.8	5.1
ROC	3.1	5.7	6.6	6.9	7.5
안정성및기타					
부채비율(%)	131.6	130.1	115.0	104.5	97.1
이자보상배율(배)	3.5	3.8	4.4	5.1	5.8
배당성향(배)	92.4	23.4	20.2	24.6	24.1

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이견 비율 (2019-01-07 기준) - 매수(79.0%) 중립(21.0%) 매도(0.0%)

- 기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로
  - Buy: 초과 상승률 10%p 이상
  - Hold: 초과 상승률 -10~10%p
  - Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

- 업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로
  - Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
  - Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
  - Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

SKC 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
16/11/16	Buy	40,000	-15.4	8.5					
17/11/09	Buy	48,000	-14.2	2.1					
18/08/08	Buy	50,000	-21.7	-5.3					
19/01/15	Buy	45,000	-	-					



도표 170. SK이노베이션 실적추정내역

(단위: 십억원 %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
연결 매출액	12,166	13,438	14,959	14,185	12,187	12,436	12,966	13,373	46,826	54,748	50,962
%YoY	6.8	27.2	27.2	8.1	0.2	-7.5	-13.3	-5.7	18.5	16.9	-6.9
%QoQ	-7.3	10.5	11.3	-5.2	-14.1	2.0	4.3	3.1			
석유	8,687	9,773	10,900	10,462	8,814	8,649	9,324	9,838	33,337	39,822	36,626
화학	2,439	2,532	2,886	2,511	2,198	2,531	2,407	2,291	9,339	10,368	9,427
운할유	780	818	823	817	779	801	777	805	3,047	3,238	3,163
E&P/기타	260	316	350	395	395	455	457	439	1,103	1,320	1,746
연결 영업이익	712	852	836	12	670	698	650	804	3,234	2,412	2,822
%YoY	-29.1	102.2	-13.3	-98.5	-5.9	-18.0	-22.3	6358.9	0.2	-25.4	17.0
%QoQ	-15.8	19.7	-1.8	-98.5	5279.4	4.2	-6.9	23.8			
석유	325	533	408	-295	289	318	309	434	1,502	972	1,349
화학	285	238	346	229	274	285	247	219	1,377	1,097	1,024
운할유	129	126	132	121	126	133	105	171	505	508	535
E&P/기타	-27	-46	-50	-42	-18	-37	-11	-20	-150	-165	-85
영업이익률	5.8	6.3	5.6	0.1	5.5	5.6	5.0	6.0	6.9	4.4	5.5
석유	3.7	5.5	3.7	-2.8	3.3	3.7	3.3	4.4	4.5	2.4	3.7
화학	11.7	9.4	12.0	9.1	12.4	11.2	10.3	9.6	14.7	10.6	10.9
운할유	16.5	15.4	16.0	14.8	16.1	16.5	13.5	21.3	16.6	15.7	16.9
E&P/기타	-10.5	-14.4	-14.3	-10.7	-4.5	-8.0	-2.4	-4.5	-13.6	-12.5	-4.9

자료: SK이노베이션 DB금융투자

대차대조표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산(십억원)					
유동자산	14,988	16,219	16,553	15,660	16,088
현금및현금성자산	2,644	2,004	1,802	1,848	1,491
매출채권및기타채권	4,404	5,467	6,127	5,467	6,020
재고자산	4,445	5,979	7,019	6,795	7,302
비유동자산	17,594	18,024	19,853	20,915	21,877
유형자산	13,603	13,587	15,007	16,058	17,010
무형자산	1,272	1,521	1,892	1,903	1,914
투자자산	2,567	2,820	2,858	2,858	2,858
자산총계	32,581	34,244	36,405	36,575	37,966
유동부채	8,737	9,955	10,688	10,296	10,807
매입채무및기타채무	6,473	7,731	8,364	7,971	8,483
단기차입금및단기차채	22	243	243	243	243
유동성장기부채	1,678	1,272	1,372	1,372	1,372
비유동부채	5,540	4,979	6,629	6,129	5,929
사채및장기차입금	4,870	4,063	5,663	5,163	4,963
부채총계	14,276	14,934	17,318	16,425	16,737
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	5,884	5,766	5,766	5,766	5,766
이익잉여금	10,671	12,042	12,819	13,830	14,854
비자배주주지분	1,202	1,224	1,266	1,317	1,372
자본총계	18,305	19,309	19,087	20,150	21,229

손익계산서

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산(십억원)					
매출액	39,521	46,261	54,748	50,962	54,767
매출원가	34,562	40,905	50,488	46,420	49,915
매출총이익	4,959	5,356	4,260	4,543	4,852
판매비	1,730	2,121	1,848	1,721	1,849
영업이익	3,228	3,234	2,412	2,822	3,003
EBITDA	4,143	4,134	3,401	3,910	4,190
영업외손익	-805	0	-373	-284	-317
금융손익	-290	-170	-64	-95	-88
투자손익	-124	311	110	90	0
기타영업외손익	-391	-141	-419	-279	-229
세전이익	2,423	3,235	2,039	2,538	2,686
중단사업이익	0	-11	0	0	0
당기순이익	1,721	2,145	1,401	1,726	1,827
자배주주지분순이익	1,671	2,104	1,359	1,674	1,772
비자배주주지분순이익	50	41	42	52	55
총포괄이익	1,711	1,878	1,401	1,726	1,827
증감률(%YoY)					
매출액	-18.3	17.1	18.3	-6.9	7.5
영업이익	63.1	0.2	-25.4	17.0	6.4
EPS	105.6	25.9	-35.5	23.3	5.8

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업외이익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	3,678	2,180	1,480	3,232	2,492
당기순이익	1,721	2,145	1,401	1,726	1,827
현금유출이없는비용및수익	2,354	1,992	1,590	1,914	2,144
유형및무형자산상각비	914	900	989	1,088	1,187
영업관련자산부채변동	268	-1,214	-873	404	-619
매출채권및기타채권의감소	-315	-957	-660	660	-553
재고자산의감소	-858	-1,501	-1,040	224	-507
매입채무및기타채무의증가	1,467	1,273	634	-393	512
투자활동현금흐름	-2,056	-1,066	-1,382	-1,856	-1,714
CAPEX	-607	-938	-2,300	-2,000	-2,000
투자자산의손증	196	67	73	90	0
재무활동현금흐름	-2,019	-1,671	-299	-1,330	-1,134
사채및차입금의 증가	-1,579	-1,010	1,700	-500	-200
자본금및자본잉여금의증가	0	-118	0	0	0
배당금지급	-451	-757	-729	-581	-697
기타현금흐름	21	-84	0	0	0
현금의증가	-375	-640	-201	45	-357
기초현금	3,020	2,644	2,004	1,802	1,848
기말현금	2,644	2,004	1,802	1,848	1,491

주요 투자지표

12월 결산(원 % 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	17,988	22,643	14,600	17,999	19,041
BPS	182,504	192,989	190,173	200,954	211,889
DPS	6,400	8,000	7,000	8,000	9,000
Multiple(배)					
P/E	8.1	9.0	12.3	10.0	9.4
P/B	0.8	1.1	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	3.8	5.2	6.6	5.6	5.4
수익성(%)					
영업이익률	8.2	7.0	4.4	5.5	5.5
EBITDA마진	10.5	8.9	6.2	7.7	7.7
순이익률	4.4	4.6	2.6	3.4	3.3
ROE	10.1	12.0	7.6	9.1	9.2
ROA	5.4	6.4	4.0	4.7	4.9
ROC	12.9	12.0	8.2	8.8	8.9
안정성및기타					
부채비율(%)	78.0	77.3	90.7	81.5	78.8
이자보상배율(배)	12.8	15.7	10.6	11.3	12.7
배당성향(배)	34.2	34.3	40.9	37.9	40.3

자료: SK이노베이션 DB금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 '독점규제 및 공정거래에 관한 법률' 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이견 비율 (2019-01-07 기준) - 매수(79.0%) 중립(21.0%) 매도(0.0%)

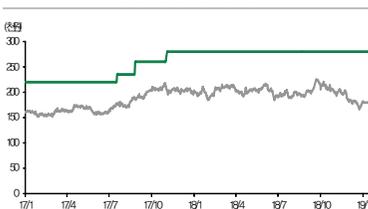
1년 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

1년 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

SK이노베이션 현재주 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
16/11/16	Buy	220,000	-27.1	-19.3					
17/07/28	Buy	235,000	-24.4	-19.4					
17/09/05	Buy	260,000	-22.8	-16.3					
17/11/13	Buy	280,000	-27.8	-19.5					
18/11/13	1년경과	-	-32.9	-26.6					
19/01/15	Buy	230,000	-	-					

BUY(유지)

## S-Oil

010950

목표주가(하향) 130,000원 현재주가(01/14) 98,200원 Up/Downside +32.4% 투자 의견(유지) Buy

2019. 01. 15

## 등경유 마진의 빠른 반등 전망, 탄력성은 가장 크다

**4Q18E 영업적자 1,094억원, 정유 큰 폭 적자:** S-Oil의 4Q18 영업이익은 -1,094억원으로 시장 컨센서스 1,007억원을 하회할 것으로 전망한다. 유가가 18.9월 평균 \$77/bbl→18.12월 \$57/bbl로 \$20/bbl 급락하면서 재고평가손실이 약 2,400억원 발생할 것으로 판단된다. 또한 수요 부진에 따른 휘발유 마진 급락, 12월 등경유 마진 급락으로 S-Oil 정제마진이 3Q18 \$8.7/bbl→4Q \$8.0/bbl로 하락하면서 정유는 2,750억원의 적자가 예상된다. 화학은 PX 호조 및 증설물량 반영으로 역래깅에도 불구하고 QoQ 증익을 전망한다. 윤활기유는 유가 급락에 따른 원가 절감 효과로 소폭 개선될 것으로 전망한다.

**1Q19 실적 급반등, 등경유 마진의 빠른 개선 및 증설효과 본격 반영:** 1Q19 영업이익은 3,614억원으로 반등할 것으로 예상된다. OPEC 감산에 따른 유가 반등세가 이어질 것으로 예상하며 그에 따라 4Q 대규모 재고평가손실이 이익으로 전환될 것으로 판단한다. 주목할 것은 12월 급락한 등경유 마진의 빠른 반등 가능성이다. 미국을 위시로 한 OECD 등경유 재고는 상황을 대변하며, 수치는 여전히 4년래 저점 수준에 머물고 있다. 12월의 등경유 마진 급락은 수요 둔화 우려와 함께 중국의 통상적인 12월 수출 물량 급증에 기인한 것으로 판단(본문p39 참조)하기에 중국 수출이 정상화 될 경우 마진은 타이트한 상황을 반영하여 빠르게 반등 할 가능성이 높다. 또한 RUC/ODC의 증설효과가 본격 반영으로 예상되기에 실적 반등 수준은 가장 가파를 것으로 예상된다.

**정유 시장의 추가 하락보다 반등에 무게, 탄력성은 가장 크다:** 휘발유의 구조적 약세 전환에 따라 19~20년 실적추정치를 하향 조정하고 S-Oil의 목표주가를 13만원으로 하향 조정한다. 하지만 타이트한 수급에 따른 등경유 마진의 상승세는 적어도 20년 IMO시행 때까지 유지될 것이라 예상한다. 정제마진과 주가가 궤를 같이하는 특성상 탄력성이 가장 높은 S-Oil을 주목할 필요가 있다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)						Stock Data													
(단위: 십억원 원 배 %)																			
FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E	52주 최저/최고	91,000/137,500원												
매출액	16,322	20,891	25,422	24,401	25,643	KOSDAQ /KOSPI	686/2,076pt												
(증가율)	-8.8	28.0	21.7	-4.0	5.1	시가총액	110,331억원												
영업이익	1,617	1,373	863	1,731	1,688	60일-평균거래량	318,905												
(증가율)	97.8	-15.1	-37.1	100.5	-2.5	외국인지분율	78.7%												
자배주주순이익	1,205	1,246	492	1,246	1,209	60일-외국인지분율변동추이	-0.2%p												
EPS	10,494	10,870	4,282	10,826	10,502	주요주주	Aramco Overseas Company BV 외 11 인 63.5%												
PER (H/L)	9.4/6.5	12.3/7.4	22.8	9.1	9.3														
PBR (H/L)	1.8/1.3	2.3/1.4	1.6	1.5	1.5	<table border="1"> <thead> <tr> <th>주가상승률</th> <th>1M</th> <th>3M</th> <th>12M</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>절대기준</td> <td>-7.1</td> <td>-24.0</td> <td>-15.5</td> </tr> <tr> <td>상대기준</td> <td>-8.1</td> <td>-22.1</td> <td>1.3</td> </tr> </tbody> </table>		주가상승률	1M	3M	12M	절대기준	-7.1	-24.0	-15.5	상대기준	-8.1	-22.1	1.3
주가상승률	1M	3M	12M																
절대기준	-7.1	-24.0	-15.5																
상대기준	-8.1	-22.1	1.3																
EV/EBITDA (H/L)	6.2/4.5	10.7/7.2	13.1	7.0	7.3														
영업이익률	9.9	6.6	3.4	7.1	6.6														
ROE	20.5	18.8	7.1	17.2	15.8														

도표 171. S-Oil 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원 %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
연결 매출액	5,411	6,003	7,188	6,820	5,550	5,993	6,376	6,482	20,891	25,422	24,401
%YoY	4.1	28.7	37.9	17.3	2.6	-0.2	-11.3	-5.0	28.0	21.7	-4.0
%QoQ	-6.9	10.9	19.7	-5.1	-18.6	8.0	6.4	1.7			
정유	4,341	4,754	5,728	5,217	4,219	4,505	5,004	4,996	16,412	20,041	18,724
화학	690	829	1,050	1,149	924	1,084	988	1,066	2,864	3,719	4,061
운할유	379	420	409	453	408	404	383	421	1,615	1,662	1,616
연결 영업이익	254	403	316	-109	361	442	419	508	1,373	863	1,731
%YoY	-23.7	243.3	-42.9	적전	42.0	9.8	32.8	흑전	-15.1	-37.1	100.5
%QoQ	-31.1	58.2	-21.6	적전	흑전	22.4	-5.2	21.2			
정유	89	305	170	-275	153	215	229	329	627	290	926
화학	81	17	102	116	137	152	124	106	326	316	518
운할유	84	81	43	50	71	75	67	73	420	258	287
영업이익률	4.7	6.7	4.4	-1.6	6.5	7.4	6.6	7.8	6.6	3.4	7.1
정유	2.1	6.4	3.0	-5.3	3.6	4.8	4.6	6.6	3.8	1.4	4.9
화학	11.7	2.0	9.7	10.1	14.8	14.0	12.5	10.0	11.4	8.5	12.8
운할유	22.2	19.3	10.6	10.9	17.5	18.6	17.6	17.5	26.0	15.5	17.8

자료: S-Oil, DB금융투자

대차대조표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산(십억원)					
유동자산	7,974	6,775	7,749	6,984	6,395
현금및현금성자산	767	480	1,730	1,257	470
매출채권및기타채권	1,326	1,751	2,029	1,952	2,056
재고자산	2,423	2,791	3,632	3,486	3,663
비유동자산	5,985	8,313	9,489	9,734	10,704
유형자산	5,711	7,969	9,154	9,406	10,382
무형자산	54	105	96	89	83
투자자산	123	125	125	125	125
자산총계	13,959	15,087	17,238	16,718	17,099
유동부채	4,833	4,544	6,406	5,755	5,742
매입채무및기타채무	2,169	2,776	2,579	2,528	2,615
단기차입금및단기차채	1,789	1,355	2,455	1,955	1,955
유동성장기부채	357	14	314	264	264
비유동부채	2,735	3,700	3,800	3,500	3,500
사채및장기차입금	2,564	3,475	3,575	3,275	3,275
부채총계	7,567	8,245	10,206	9,255	9,242
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	4,745	5,198	5,387	5,818	6,212
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	6,392	6,843	7,032	7,463	7,857

현금흐름표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	1,722	1,143	591	1,484	1,578
당기순이익	1,205	1,246	492	1,246	1,209
현금유출이없는비용및수익	694	619	615	1,020	1,088
유형및무형자산상각비	287	294	324	455	530
영업관련자산부채변동	-188	-236	-342	-344	-295
매출채권및기타채권의감소	-110	-401	-277	77	-104
재고자산의감소	-699	-369	-841	146	-177
매입채무및기타채무의증가	530	616	-198	-51	87
투자활동현금흐름	-1,967	-832	-156	-686	-1,483
CAPEX	-1,064	-2,414	-1,500	-700	-1,500
투자자산의손증	17	4	0	0	0
재무활동현금흐름	811	-598	815	-1,271	-882
사채및차입금의 증가	1,154	91	1,500	-850	0
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-210	-803	-617	-349	-815
가타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	566	-287	1,250	-473	-787
기초현금	201	767	480	1,730	1,257
기말현금	767	480	1,730	1,257	470

자료: S-Oil, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산(십억원)					
매출액	16,322	20,891	25,422	24,401	25,643
매출원가	14,021	18,783	23,973	22,107	23,363
매출총이익	2,301	2,108	1,449	2,294	2,279
판매비	684	735	586	562	591
영업이익	1,617	1,373	863	1,731	1,688
EBITDA	1,904	1,667	1,187	2,186	2,218
영업외손익	-42	271	-199	-48	-55
금융손익	-60	203	-118	-127	-134
투자손익	7	5	0	0	0
기타영업외손익	11	63	-81	79	79
세전이익	1,575	1,645	665	1,684	1,634
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,205	1,246	492	1,246	1,209
지배주주지분순이익	1,205	1,246	492	1,246	1,209
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	1,211	1,254	492	1,246	1,209
증감률(%YoY)					
매출액	-8.8	28.0	21.7	-4.0	5.1
영업이익	97.8	-15.1	-37.1	100.5	-2.5
EPS	89.9	3.6	-60.6	152.8	-3.0

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2016	2017	2018E	2019E	2020E
당당지표(원)					
EPS	10,494	10,870	4,282	10,826	10,502
BPS	54,814	58,682	60,306	64,000	67,381
DPS	6,200	5,900	2,600	7,000	7,000
Multiple(배)					
P/E	8.1	10.8	22.8	9.1	9.3
P/B	1.5	2.0	1.6	1.5	1.5
EV/EBITDA	5.4	9.7	13.1	7.0	7.3
수익성(%)					
영업이익률	9.9	6.6	3.4	7.1	6.6
EBITDA마진	11.7	8.0	4.7	9.0	8.6
순이익률	7.4	6.0	1.9	5.1	4.7
ROE	20.5	18.8	7.1	17.2	15.8
ROA	9.7	8.6	3.0	7.3	7.2
ROC	18.6	12.6	6.1	11.2	10.3
안정성및기타					
부채비율(%)	118.4	120.5	145.1	124.0	117.6
이자보상배율(배)	28.7	23.6	12.7	24.1	25.3
배당성향(배)	57.9	53.3	59.5	63.3	65.2

Compliance Notice

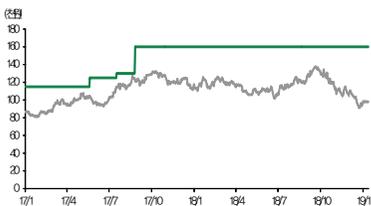
- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 '독점규제 및 공정거래에 관한 법률' 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정중하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자의견 비율 (2019-01-07 기준) - 매수(79.0%) 중립(21.0%) 매도(0.0%)

- 기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로
  - Buy: 초과 상승률 10%p 이상
  - Hold: 초과 상승률 -10~10%p
  - Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

- 업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로
  - Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
  - Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
  - Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

S-Oil 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
16/11/16	Buy	115,000	-21.4	-6.5					
17/05/30	Buy	125,000	-20.5	-8.4					
17/07/27	Buy	130,000	-9.3	-1.9					
17/09/05	Buy	160,000	-26.4	-17.5					
18/09/05	1년경과		-27.3	-14.1					
19/01/15	Buy	130,000	-	-					

BUY(유지)

GS

078930

목표주가(하향) 65,000원 | 현재주가(01/14) 50,800원 | Up/Downside +28.0% | 투자이견(유지) Buy

2019. 01. 15

## 칼텍스 부진, 다만 지주사 가치의 대한 고민

**4Q18E 영업이익 5,506억원, 일회성 이익 약 2,000억원:** GS의 4Q18 영업이익은 5,506억원으로 시장 컨센서스 5,159억원을 상회할 것으로 전망한다. 하지만 해양도시가스/서라벌도시가스 매각에 따른 일회성 매각차익 약 2,000억원을 제외하면 약 3,506억원으로 부진하다. 칼텍스는 유가가 18.9월 평균 \$77/bbl→18.12월 \$57/bbl로 \$20/bbl 급락하면서 채고평가손실이 약 2,800억원 발생할 것으로 판단된다. 화학도 역래깅에 따른 부진이 예상되며, 유희기유는 소폭 반등하지만 정유 부진으로 칼텍스 전사 영업이익은 -1,435억원을 전망한다. 칼텍스 외 발전 3사의 합산 영업이익은 SMP 상승에 힘입어 3Q 964억원에서 4Q 1,236억원으로 반등할 것으로 예상된다.

**1Q19 칼텍스 급반등, 등경유 마진의 빠른 개선 및 증설효과 본격 반영:** 1Q19 GS의 영업이익은 칼텍스의 큰 폭 개선(1Q19E op 4,417억원)에 힘입어 6,076억원으로 반등할 것으로 예상된다. OPEC 감산에 따른 유가 반등세가 이어질 것으로 예상하며 그에 따라 4Q 대규모 채고평가손실이 이익으로 전환될 것으로 판단한다. 주목할 것은 12월 급락한 등경유 마진의 빠른 반등 가능성이다. 미국을 위시로 한 OECD 등경유 재고는 상황을 대변하며, 수치는 여전히 4년래 저점 수준에 머물고 있다. 12월의 등경유 마진 급락은 수요 둔화 우려와 함께 중국의 통상적인 12월 수출 물량 급증에 기인한 것으로 판단(본문p39 참조)하기에 중국 수출이 정상화 될 경우 마진은 타이트한 상황을 반영하여 빠르게 반등 할 가능성이 높다.

**칼텍스 실적 하향 조정, 다만 지주사 가치에 대한 고민:** 칼텍스의 19~20년 실적추정치를 하향 조정하고 GS의 목표주가를 65,000원으로 하향 조정한다. 칼텍스 외 유통/발전 부문의 호조로 상대적인 배당 안정성(18E DPS 2,000원)은 높을 것으로 판단된다. 현재 GS의 시가총액은 칼텍스 19년 BPS의 0.8배 수준에 불과하다.(50% 지분) 지나친 저평가 국면이라는 판단이다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 배 %)	Stock Data													
FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E	52주 최저/최고	47,300/70,700원												
매출액	13,462	16,210	18,218	18,839	19,388	KOSDAQ /KOSPI	686/2,076pt												
(증가율)	10.5	20.4	12.4	3.4	2.9	시가총액	47,666억원												
영업이익	1,754	2,071	2,366	2,346	2,459	60일-평균거래량	173,266												
(증가율)	9.3	18.1	14.2	-0.8	4.8	외국인지분율	21.5%												
지배주주순이익	806	986	927	1,007	1,078	60일-외국인지분율변동추이	+1.0%p												
EPS	8,640	10,578	9,936	10,795	11,556	주요주주	허창수 외 47 인 45.8%												
PER (H/L)	6.9/5.3	7.3/4.7	5.2	4.8	4.4														
PBR (H/L)	0.8/0.6	1.0/0.6	0.6	0.5	0.5	<table border="1"> <thead> <tr> <th>주가상승률</th> <th>1M</th> <th>3M</th> <th>12M</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>절대기준</td> <td>-0.8</td> <td>-0.8</td> <td>-19.8</td> </tr> <tr> <td>상대기준</td> <td>-1.9</td> <td>1.8</td> <td>-3.9</td> </tr> </tbody> </table>		주가상승률	1M	3M	12M	절대기준	-0.8	-0.8	-19.8	상대기준	-1.9	1.8	-3.9
주가상승률	1M	3M	12M																
절대기준	-0.8	-0.8	-19.8																
상대기준	-1.9	1.8	-3.9																
EV/EBITDA (H/L)	8.7/8.0	8.3/7.1	6.3	6.3	6.0														
영업이익률	13.0	12.8	13.0	12.5	12.7														
ROE	12.1	13.4	11.4	11.4	11.1														

도표 172. GS 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원 %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
연결 매출액	4,456	4,581	4,810	4,371	4,624	4,712	4,809	4,694	16,210	18,218	18,839
%YoY	13.7	18.8	13.7	3.9	3.8	2.9	0.0	7.4	20.4	12.4	3.4
%QoQ	5.9	2.8	5.0	-9.1	5.8	1.9	2.1	-2.4			
1)연결자회사	4,250	4,361	4,517	4,336	4,357	4,453	4,567	4,402	15,149	17,464	17,779
2)임대	52	53	53	51	52	53	54	52	180	209	210
3)상표권	14	18	17	16	16	16	17	16	56	64	65
4)지분법	140	150	223	-32	200	190	171	224	825	481	785
연결 영업이익	567	557	691	551	608	576	567	595	2,071	2,366	2,346
%YoY	-12.3	42.2	39.2	2.5	7.3	3.4	-18.0	8.1	18.1	14.2	-0.8
%QoQ	5.5	-1.6	24.1	-20.4	10.4	-5.1	-1.6	4.9			
GS 리테일	22	56	78	33	23	61	83	39	166	188	206
GS EPS	56	21	29	29	55	30	31	34	113	136	150
GS 글로벌	14	18	14	9	14	18	14	10	48	55	57
GS E&R	92	30	39	49	81	32	31	55	127	210	199
기타(E&P 등)	254	296	298	465	245	250	237	236	823	1,314	968
GS 칼텍스(지분법)	90	118	218	-62	152	167	153	194	719	364	666
GS 파워(지분법)	25	9	8	16	30	9	10	16	45	58	65
GS 홈쇼핑(지분법)	13	10	7	10	8	9	8	10	31	41	36

자료: GS, DB금융투자

도표 173. GS칼텍스 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원 %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
연결 매출액	7,795	9,058	9,804	9,440	7,739	8,161	8,324	8,889	30,318	36,098	33,113
%YoY	7.1	30.4	30.0	10.4	-0.7	-9.9	-15.1	-5.8	17.6	19.1	-8.3
%QoQ	-8.9	16.2	8.2	-3.7	-18.0	5.5	2.0	6.8			
정유	5,912	7,086	7,679	7,440	6,037	6,287	6,518	7,071	23,411	28,116	25,914
화학	1,543	1,610	1,788	1,652	1,383	1,538	1,504	1,495	5,773	6,594	5,921
운할유	341	361	337	348	319	336	301	323	1,135	1,387	1,279
연결 영업이익	281	585	636	-144	442	480	442	553	2,002	1,358	1,917
%YoY	-52.0	178.4	9.9	적전	57.4	-17.8	-30.5	흑전	-6.5	-32.2	41.2
%QoQ	-55.3	108.3	8.8	적전	흑전	8.8	-8.0	25.0			
정유	147	462	457	-269	269	300	297	418	1,341	797	1,284
화학	67	60	138	81	118	122	96	73	464	346	410
운할유	66	63	41	45	54	59	48	62	196	214	223
영업이익률	3.6	6.5	6.5	-1.5	5.7	5.9	5.3	6.2	6.6	3.8	5.8
정유	2.5	6.5	6.0	-3.6	4.5	4.8	4.6	5.9	5.7	2.8	5.0
화학	4.3	3.7	7.7	4.9	8.6	7.9	6.4	4.9	8.0	5.3	6.9
운할유	19.5	17.3	12.0	12.9	17.0	17.7	16.1	19.1	17.3	15.4	17.5

자료: GS칼텍스, DB금융투자

도표 174. GS 목표주가 산정내역

(단위: 십억원, 천주, 원)

	지분율	적정가치	비고
투자자산			
상장사			
GS리테일	65.8%	1,125	1/11 MV 대비 40% 할인
GS홈쇼핑	30.0%	227	1/11 MV 대비 40% 할인
GS글로벌	50.8%	66	1/11 MV 대비 40% 할인
비상장사			
GS칼텍스	50.0%	4,328	2019 BV 11.5조원 / Target P/B 0.7배
GSEPS	70.0%	603	2019 BV 8,608억원 / Target P/B 1.0배
GS파워	50.0%	306	2019 BV 7,295억원 / Target P/B 1.0배
GSE&R	89.9%	313	2019 BV 3,837억원 / Target P/B 1.0배
투자자산 가치		6,769	
순차입금		739	3Q18 별도 기준
총 기업가치		6,030	
우선주 시가총액		66	
보통주 가치		5,968	
기발발행주식수 (천주)		92,915	
목표주가		64,532	

자료: GS, DB금융투자

대차대조표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산(십억원)					
유동자산	2,473	2,875	3,103	2,667	2,724
현금및현금성자산	504	723	835	320	295
매출채권및기타채권	1,166	1,155	1,331	1,374	1,412
재고자산	335	533	451	466	492
비유동자산	17,868	19,129	19,929	20,729	21,429
유형자산	7,866	8,401	9,201	10,001	10,701
무형자산	1,890	1,788	1,788	1,788	1,788
투자자산	5,999	6,693	6,693	6,693	6,693
자산총계	20,341	22,004	23,032	23,396	24,152
유동부채	3,771	4,451	4,738	4,810	4,910
매입채무및기타채무	1,489	1,819	1,907	1,979	2,078
단기차입금및단기차	547	1,113	1,113	1,113	1,113
유동성장기부채	1,416	1,251	1,451	1,451	1,451
비유동부채	7,650	7,890	7,790	7,190	6,890
사채및장기차입금	6,560	6,704	6,604	6,004	5,704
부채총계	11,421	12,341	12,529	12,001	11,800
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	1,270	1,188	1,188	1,188	1,188
이익잉여금	8,348	9,186	9,923	10,703	11,554
비자배주주지분	1,956	1,932	2,035	2,147	2,254
자본총계	8,920	9,663	10,503	11,395	12,352

현금흐름표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	852	1,306	1,239	1,328	1,447
당기순이익	923	1,092	1,030	1,119	1,185
현금유출이없는비용및수익	597	847	1,377	1,247	1,295
유형및무형자산상각비	0	0	0	0	0
영업관련자산부채변동	-113	7	-26	-25	34
매출채권및기타채권의감소	-152	-168	-175	-43	-38
재고자산의감소	-91	-101	82	-15	-26
매입채무및기타채무의증가	71	373	88	72	99
투자활동현금흐름	-524	-1,418	-783	-786	-692
CAPEX	-923	-1,118	-800	-800	-700
투자자산의손증	-364	-694	0	0	0
재무활동현금흐름	-336	335	-345	-1,056	-780
사채및차입금의 증가	109	530	100	-600	-300
자본금및자본잉여금의증가	-10	-82	0	0	0
배당금지급	-172	-188	-171	-189	-227
가타현금흐름	5	-3	0	0	0
현금의증가	-3	219	111	-514	-26
기초현금	507	504	723	835	320
기말현금	504	723	835	320	295

자료: GS, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산(십억원)					
매출액	13,462	16,210	18,218	18,839	19,388
매출원가	10,273	12,449	13,955	14,530	14,909
매출총이익	3,189	3,761	4,264	4,308	4,479
판매비	1,435	1,690	1,898	1,962	2,020
영업이익	1,754	2,071	2,366	2,346	2,459
EBITDA	1,754	2,071	2,366	2,346	2,459
영업외손익	-125	-163	-194	-212	-207
금융손익	-216	-209	-230	-228	-223
투자손익	0	0	0	0	0
가타영업외손익	91	46	36	16	16
세전이익	1,629	1,908	2,171	2,133	2,251
중단사업이익	-43	0	0	0	0
당기순이익	923	1,092	1,030	1,119	1,185
자배주주지분순이익	806	986	927	1,007	1,078
비자배주주지분순이익	118	106	103	112	107
총포괄이익	941	945	1,030	1,119	1,185
증감률(%YoY)					
매출액	10.5	20.4	12.4	3.4	2.9
영업이익	9.3	18.1	14.2	-0.8	4.8
EPS	64.0	22.4	-6.1	8.7	7.0

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 가타영업외수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2016	2017	2018E	2019E	2020E
당당지표(원)					
EPS	8,640	10,578	9,936	10,795	11,556
BPS	73,540	81,628	89,415	97,652	106,636
DFS	1,600	1,800	2,000	2,400	2,400
Multiple(배)					
P/E	6.3	5.9	5.2	4.8	4.4
P/B	0.7	0.8	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	8.4	7.6	6.3	6.3	6.0
수익성(%)					
영업이익률	13.0	12.8	13.0	12.5	12.7
EBITDA마진	13.0	12.8	13.0	12.5	12.7
순이익률	6.9	6.7	5.7	5.9	6.1
ROE	12.1	13.4	11.4	11.4	11.1
ROA	4.7	5.2	4.6	4.8	5.0
ROC	10.2	11.0	9.8	10.1	10.0
안정성및가타					
부채비율(%)	128.0	127.7	119.3	105.3	95.5
이자보상배율(배)	7.4	8.1	8.6	8.8	9.7
배당성향(배)	16.1	15.3	18.0	19.9	18.8

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 '독점규제 및 공정거래에 관한 법률' 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이견 비율 (2019-01-07 기준) - 매수(79.0%) 중립(21.0%) 매도(0.0%)

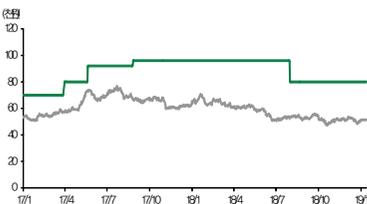
1년 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

GS 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
16/04/12	Buy	70,000	-24.8	-14.4					
17/04/10	Buy	80,000	-22.6	-8.6					
17/05/30	Buy	92,000	-23.2	-16.6					
17/09/05	Buy	96,000	-35.9	-26.4					
18/08/10	Buy	80,000	-35.2	-30.1					
19/01/15	Buy	65,000	-	-					



Research Center

자본/자산시장 강화팀 센터장 02)369-3370 mousetak@db-fi.com

담당 애널리스트 02)369- @db-fi.com

자산전략팀

채권전략파트

채권/FX전략	문홍철 파트장	3436	m304050
경제	박성우 수석연구원	3441	p3swo
신용분석	이혁재 선임연구원	3435	realize84
해외채권	박성재 연구원	3321	psj1127

주식전략파트

주식전략	강현기 파트장	3479	hygkang
중국/신흥국	김선영 연구위원	3438	tjs00dud
퀀트/해외주식	설태현 선임연구원	3709	thseol
RA	강대승 연구원	3437	bigwin92

산업분석1팀

은행/보험 이병건 팀장 3381 pyrrhon72

시클리컬파트

조선/기계/철강	김홍균 파트장	3102	usckim10
건설/건자재/부동산	조윤호 수석연구위원	3367	uhno
화학/정유/유틸리티	한승재 선임연구원	3921	sjhan
RA	정재현 연구원	3429	kevinj

크로스융합파트

원자재/스몰캡	유경하 파트장	3353	last88
엔터테인먼트/게임	황현준 수석연구원	3385	realjun20
생활용품/의류	박현진 선임연구원	3477	hjpark
Mid-small caps	구성진 선임연구원	3428	goo

산업분석2팀

IT총괄 권성률 팀장 3724 srkwon

ICT자동차파트

자동차/운송	김평모 수석연구원	3053	pmkim
IT mid-small caps	권 홀 선임연구원	3713	hmkwon86
통신서비스/미디어	신은정 연구원	3458	ej.shin
RA	권세라 연구원	3352	serakwon9494

헬스케어컨슈머파트

음식료/유통	차재현 파트장	3378	imcjh
제약/바이오	구자용 연구위원	3425	jaykoo
제약/바이오	김승우 연구원	3423	seungwoo4268



### 본 사

본사 영업부 02) 369-3200 서울특별시 영등포구 국제금융로8길 32 (DB금융투자빌딩 1~2층)

### 대전 · 충청지역

대전 042) 522-6600 대전광역시 서구 둔산서로 59 (교운손빌딩 2층)  
 천안 041) 569-7000 충청남도 천안시 서북구 동서대로 129 (에이엠타워 2층)  
 청주 043) 253-9400 충청북도 청주시 흥덕구 2순환로 1229 (고속터미널 2층)

### 서울지역

강남금융센터 02) 3474-9000 서울특별시 서초구 강남대로 341 (삼원빌딩 3층)  
 DB금융센터 02) 3011-5000 서울특별시 강남구 테헤란로 432 (DB금융센터빌딩 3층)  
 청담금융센터 02) 514-1414 서울특별시 강남구 영동대로 644 (원일빌딩 2층)  
 목동금융센터 02) 2636-6000 서울특별시 양천구 목동서로 159-1 (CBS기독교방송 1층)  
 압구정금융센터 02) 3445-8800 서울특별시 강남구 논현로 176길 14 (증권빌딩 2층)  
 을지로금융센터 02) 753-9000 서울특별시 중구 남대문로 113 (DB다동빌딩 3층)  
 잠실 02) 419-6200 서울특별시 송파구 올림픽로 35 다길 42 (루터회관 1층)

### 부산 · 경상지역

남포 051) 242-6000 부산광역시 중구 구덕로 90 (남포메디칼센터 2층)  
 부산 051) 515-6200 부산광역시 동래구 총렬대로 353 (BNK부산은행 2층)  
 센텀 051) 741-7200 부산광역시 해운대구 센텀동로 9 (대우트림프스퀘어 2층)  
 양산 055) 388-0900 경상남도 양산시 양산역6길 9 (BVC빌딩 204호)  
 창원 055) 600-5500 경상남도 창원시 의창구 원이대로 320 (다시티세븐 3층)  
 대구금융센터 053) 476-4000 대구광역시 수성구 무학로 99 (효연빌딩 2층)  
 포항 054) 275-3100 경상북도 포항시 북구 중흥로 301 (신아빌딩 1층)

### 경기지역

분당 031) 718-7000 경기도 성남시 분당구 성남대로 32 (보명프라자 4층)  
 인천 032) 518-3434 인천광역시 부평구 길주로 633 (메디캐슬빌딩 2층)  
 평촌 031) 382-6200 경기도 안양시 동안구 시민대로 194 (홍국생명빌딩 4층)  
 진접 031) 572-4020 경기도 남양주시 진접읍 장현천로 20 (광장빌딩 3층)  
 화성향남 031) 366-0900 경기도 화성시 향남읍 삼천병마로 216 (중앙빌딩 3층)

### 광주 · 전라지역

광주 062) 225-6900 광주광역시 남구 봉선로 164 (비아로마삼한빌딩 4층)  
 전주 063) 229-2211 전라북도 전주시 완산구 백제대로 140 (효자메디컬센터 2층)

### 강원지역

강릉 033) 641-8629 강원도 강릉시 울곡로 2845 (성호빌딩 3층)  
 원주 033) 765-9400 강원도 원주시 서원대로 406 (리더스타워 3층)

본 조사항목은 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사항목은 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.